

PICCOLE SOCIETÀ FORSE NON CRESCONO PIÙ. MA PESCANDO BENE...

Negli ultimi tre anni in Europa le cosiddette small cap hanno strabattuto gli indici, facendo molto meglio dei colossi.

Ma è improbabile, ammettono i grandi specialisti internazionali del settore, che la tendenza possa durare. Anche se le opportunità, sapendo scegliere i titoli più promettenti, restano ancora molte



■ di Fabio Sansone

Negli ultimi tre anni, dal luglio 2002 al luglio 2005, le small cap europee hanno guadagnato il 122,5% contro il 66,9% dell'indice MSCI Europe. Basterebbero i dati di questo confronto per dimostrare che la corsa al rialzo delle società più piccole è stata davvero eccezionale. Ma la domanda che molti investitori si chiedono è: questa tendenza potrà continuare ancora nei prossimi mesi? E, nel caso di un investimento fatto adesso, quali sono le opportunità, e quali i rischi? Domande che Investire ha girato ai migliori money manager del settore.

? 1 Le small cap europee sono da sovrappesare o no per i prossimi 6-12 mesi, e perché?

Giorgio Giovannini

COUNTRY MANAGER
DI HENDERSON GLOBAL
INVESTORS PER L'ITALIA

«Attualmente suggeriamo un peso neutrale. Oggi la Borsa è già salita molto dai minimi, e dopo aver premiato le compagnie più solide ha apprezzato ancora di più quelle efficienti di piccole e medie dimensioni. Quindi il peso neutrale non è negativo verso le small cap, ma significa semplicemente che buona parte delle potenzialità di rialzo di queste azioni è già scontata nei prezzi».

Gillian Skinner

MANAGER DELLO SCHRODER
ISF EUROPEAN SMALLER
COMPANIES FUND.

«Per i prossimi mesi, in virtù della forte crescita degli utili e della preferenza accordata agli investimenti alternativi,



Giorgio Giovannini



Gillian Skinner

CASA D'INVESTIMENTO

TITOLI SEGNALATI

BNL gestioni sgr	Wood Group (Gran Bretagna, servizi petroliferi), Babcock Intl group (Gran Bretagna, servizi), Yit Yhtymae (Finlandia, costruzioni), Fugro (Olanda, servizi petroliferi), BKW FMB (Svezia, utilities elettrica)
Credit Suisse am	Axis-Shields (Scozia-Norvegia, diagnostica medica), Crucell (Olanda, biotecnologia), Vivacon (Germania, immobiliare), Gemplus (Francia, designer e produttore di smart card), ASM International (Olanda, semiconduttori)
Henderson global Investors	Pfleiderer (Germania), Mobilcom (Germania), Azimut (Italia), Sbs Broadcasting (Lussemburgo), NDS (Gran Bretagna)
JP Morgan am	JM AB (Svezia, costruzioni), Stork (Olanda, forniture aeronautiche), Intralot (Grecia, operatore lotterie)
Mellon	Erg (Italia, servizi petroliferi), Cortefiel (Spagna, beni di consumo), Vallourec (Francia, produzione tubi d'acciaio)
Merrill Lynch Im	NDS (Gran Bretagna, prodotti e servizi per TV), Stork (Olanda, forniture aeronautiche), Nokian Tyres (Finlandia, gomma e pneumatici), Axalto (Francia, produttore di smart card), Azimut (Italia, asset management)
Pioneer Im	Atos Origin (servizi software), Nokian Tyres (Finlandia, gomma e pneumatici), Inmarsat (servizi satellitari)
Schroders	YIT (Finlandia, costruzioni), Fugro (Olanda, servizi petroliferi), Eiffage (Francia, costruzioni), Hochtief (Germania, costruzioni), Groupe Bourbon (Francia, servizi petroliferi), C&C Group (Irlanda, bevande), Vivacon (Germania, immobiliare), Ten Cate (Olanda, erba sintetica), Acea (Italia, utilities), Azimut (Italia, asset management)
Sella Sicav (gruppo Banca Sella)	Impregilo (Italia, costruzioni), Buzzi Unicem (Italia, costruzioni), Aem Torino (Italia, utilities), Esprinet (Italia, distribuzione prodotti informatici), Immsi (Italia, holding industriale), Techem (Germania, fatturazione consumi acqua e energia), Sos Cuetare (Spagna, alimentare), Wienerberger (Austria, costruzioni di mattoni), Schroders (Gran Bretagna, asset management), Getinge (Svezia, strumentimedicali), Colruyt (Belgio, catena di distribuzione)

credo sia possibile che i titoli azionari delle società a piccola capitalizzazione possano continuare a registrare andamenti superiori alla media. Tuttavia ritengo che i mercati possano registrare una pausa a breve termine, soprattutto con la chiusura per ferie della maggior parte delle aziende europee. Io cercherò di sfruttare eventuali debolezze dei mercati per aumentare le partecipazioni in società europee a piccola capitalizzazione.

Sebbene la congiuntura economica sia ancora difficile in Europa, il team Schroders per le società europee a piccola capitalizzazione crede sia possibile ottenere ottimi rendimenti futuri: con oltre 1400 titoli azionari di società a pic-

cola capitalizzazione tra cui scegliere, non saremo mai a corto di idee».

Giacomo Bruzzi

GESTORE DEL COMPARTO SELLA SICAV LUX EUROPEAN SMALL CAP

«Resto moderatamente positivo. Ritengo infatti che in virtù dello stile di gestione adottato, votato allo stock picking (vedere riquadro a pagina 53) sia ancora possibile ricercare titoli di piccola e media dimensione molto interessanti per il medio lungo termine. Ma non si può nascondere che rispetto a qualche tempo fa, quando le small cap erano a sconto rispetto alle large cap, ora le cose si

sono ribaltate. Se si prende l'indice Stoxx small 200 (nel quale la capitalizzazione media delle società si attesta a 1,5 miliardi di euro) si può constatare che il rapporto prezzo utili (p/e) 2005 stimato si attesta a quota 16.5/17.0 contro il 13.5 dell'indice Stoxx large 200 (nel quale la capitalizzazione media dei titoli si colloca a 22 miliardi di euro). Anche sotto forma di dividendo le large cap sono più convenienti evidenziando un rendimento di 3,2% contro un dividendo del 2,4% delle small cap».

Daniel B. LeVan

GESTORE DEL MELLON SMALL CAP EUROLAND PORTFOLIO

I migliori fondi azionari small cap area euro

FONDI AZIONARI SMALL CAP NOME DEL FONDO O DEL COMPARTO D'INVESTIMENTO	RENDIMENTI IN EURO			
	DA 1/01/05	1 ANNO	3 ANNI	5 ANNI
HENDERSON H.PAN EUROPEAN SMALLER COMP.	22,5	45,2	97,4	-21,2
JULIUS BAER SPECIAL EUROPE STOCK	26,3	39,3	94,5	-62,5
CREDIT SUISSE EQ. FUND SMALL CAP EUROPE	27,1	47,2	92,1	-45,1
NIS EUROPE SMALL CAP EQUITIES	25,3	56,3	82,3	
PARVEST EURO SMALL CAP CLASSIC	22,4	38,2	81,9	-24,2
BNL EUROPEAN SMALL CAPS	22,0	38,5	80,8	-3,8
DEXIA INVET EMU SMALL CAP	25,4	42,5	79,9	22,2
AXA ROSENBERG PAN EUROPEAN SMALL CAP ALPHA	22,9	35,8	79,4	36,6
FIDELITY EUROPEAN SMALLER COMP. FUND	22,6	44,1	79,0	-22,6
JPMF EUROPE SMALL CAP FUND	27,1	45,2	78,1	-2,1
SCHRODER ISF EUROPEAN SMALLER COMP.	20,4	37,8	77,6	-23,0
PICTET F- SMALL CAP EUROPE	23,0	40,5	77,5	-17,8
GOLDMAN SACHS EUROPE SMALL CAP PORTFOLIO	18,0	36,9	76,9	
BPER EUROPEAN EQUITIES SMALL CAP	25,3	37,2	76,2	36,9
MERRILL LYNCH IIF EUROPEAN OPPORTUNITIES FUND	21,1	30,8	67,9	-14,6
IXIS AM EUROPE SMALL CAP	21,0	30,8	67,9	
GENERALI AM SMALL CAP EURO EQUITIES	21,5	34,2	67,5	
BRIGHT OAK GEO EUROPE SMALL CAPS	20,7	31,5	66,4	-8,2
METZLER EURO SMALL CAP	28,9	44,0	64,1	-56,7
FORTIS L EQUITY SMALL CAPS EUROPE	22,6	34,9	63,4	8,3
SWISSCANTO (LU) EQ. SMALL CAP EUROPE	27,3	44,1	61,2	
FRANKLIN EUROPEAN SMALL CAP GROWTH FUND	23,3	34,9	59,1	
MORGAN STANLEY SICAV EUROPEAN SMALL CAP VALUE	17,5	33,0	59,0	
SAINT HONORE PME	21,5	33,7	54,9	
CARMIGNAC EURO- ENTREPRENEURS	19,0	27,0	54,2	-73,1
INVECO GT PAN EUROPEAN ENTERPRISE FUND	26,0	42,2	52,1	-49,4
EMIF EUROPE SMALL CAP	18,9	31,3	49,4	-5,6
ABN AMRO SMALL COMPANIES EUROPE EQUITY	19,9	30,1	49,0	-27,6
VONTOBEL EUROPEAN SMALL CAP EQUITY	20,7	33,5	48,9	
ING (L) INVEST EUROPEAN SMALL CAPS	20,5	33,0	34,7	-29,7
MEDIE DI CATEGORIA	21,7	36,7	69,7	-20,3

I rendimenti da inizio anno e a uno, tre e cinque anni dei fondi azionari area euro specializzati nell'investimento nelle società più piccole (le cosiddette small cap)



Nei prossimi mesi conterà la selezione dei singoli titoli

«Direi di no. Nei prossimi 6-12 mesi adotteremo un atteggiamento neutrale o di leggera sottoponderazione nei confronti delle small cap europee, dal momento che il rapporto rischio/rendimento suggerisce di spostarsi verso i titoli large cap. Cerchiamo di aggiungere valore attraverso una selezione di titoli che non tenga conto degli scenari di mercato e la nostra performance relativa è il risultato, sia nel breve che nel lungo periodo, del positivo processo di selezione dei titoli adottato. Benché non particolarmente sottovalutate rispetto alle large cap, ci sono molte società a piccola capitalizzazione che operano in mercati di nicchia che restano interessanti, a prescindere dalle condizioni macroeconomiche del paese ed è lì che vediamo ancora delle opportunità».

Joseph Baumeler

SENIOR PORTFOLIO MANAGER
CREDIT SUISSE AM-CS EF (LUX)
SMALL CAP EUROPE

«Noi riteniamo che le small cap difficilmente riusciranno a fare meglio delle large cap nei prossimi 6-12 mesi. Per farlo avrebbero bisogno di una forte accelerazione del tasso di crescita dell'economia, mentre noi stimiamo solo una moderata ripresa per i prossimi mesi».

Cristina Matti

PORTFOLIO MANAGER
DEL FONDO PIONEER EUROPEAN
SMALL COMP.

«Secondo noi le small cap rappresentano un ottimo strumento di diversifi-

cazione all'interno di un portafoglio. La correlazione tra small e big cap è relativamente bassa e quindi nel lungo periodo mantenere un portafoglio correttamente investito in small per una parte e in big per l'altra permette di ottenere combinazioni di rischio rendimento maggiormente efficienti. Crediamo che, se un investitore è positivo sull'equity in generale, allo stato attuale non c'è motivo di essere particolarmente negativo sulle small cap. Non ci aspettiamo una sovraperformance eclatante ma un ritorno in linea a quello delle big cap o leggermente superiore».

Carl Lee

GESTORE DEL COMPARTO MLIIF
EUROPEAN OPPORTUNITIES
FUND DI MERRILL LYNCH IM

«Occorre distinguere innanzitutto tra breve termine e medio lungo termine. Personalmente sul breve periodo non ho alcuna preferenza sull'atteggiamento da suggerire sulle small cap, mentre sono convinto che nel medio-lungo termine il loro potenziale di apprezzamento rispetto alle large cap resti intatto. E questo per la natura che caratterizza questa asset class: sono un segmento finanziario inefficiente, strutturalmente sottovalutato, poco coperto dagli analisti di Borsa, in cui si possono trovare piccole realtà uniche. Compito del nostro team di specialisti sulle small cap europee è quello di tenere sotto controllo e individuare i più promettenti tra oltre 1.600 titoli europei a piccola capitalizzazione di Borsa».

Jim Campbell

GESTORE DEL COMPARTO
JPMF EUROPE SMALL CAP FUND

«Continuiamo a suggerire di mantenere l'esposizione sulle small cap. Nonostante il loro rialzo degli ultimi due anni le loro valutazioni restano interessanti rispetto alle large cap. Anche perché in molte delle economie europee le small cap rappresentano il tessuto produttivo più dinamico, e molte di esse accompagnano questa caratteristica strutturale con ottimi bilanci. Inoltre resta intatto il motivo principale che di solito spinge ad investire nelle small cap. Si tratta di un segmento del mercato fi-



Daniel B. LeVan

Glossario

■ Profit warning.

Annuncio da parte di una società quotata in Borsa, fatto di solito in anticipo rispetto alla diffusione ufficiale dei dati di bilancio, che di solito comunica dati economici (vendite, margini operativi, profitti ecc.) o patrimoniali (debiti, aumenti di capitale, acquisizioni o fusioni ecc.) peggiori rispetto alle attese degli analisti o a precedenti comunicazioni della società stessa.

■ Private equity

Acquisizioni, da parte di investitori istituzionali, banche e fondi chiusi, di partecipazioni in società non quotate ma con elevate potenzialità di crescita nel medio lungo periodo; l'obiettivo è quello di finanziarne la crescita per realizzare un lauto guadagno dalla successiva vendita o quotazione in Borsa.

■ Stock picking

Selezione dei titoli azionari. È la tecnica adottata da quei gestori che ci concentrano sui dati di bilancio e patrimoniali delle aziende quotate al fine di individuare i titoli delle società più promettenti e con maggiori potenzialità di crescita nel medio lungo termine.



nanziario ancora inefficiente perché scarsamente coperto da broker e analisti: è così possibile, adottando una disciplinata gestione di analisi e selezione dei titoli, individuare quelli che possono offrire un extra rendimento nel medio lungo termine».

Massimo Terrizzano

RESPONSABILE ANALISI
STRATEGIE E LINEE DI GESTIONE
MULTIMARCA DI BNL GESTIONI

«Nonostante i forti rialzi registrati negli ultimi anni, il team di gestione del fondo BNL European Small Caps (la cui gestione è stata delegata da BNL alla società inglese Schroder Investment Management, ndr) valuta ancora positivamente le prospettive di guadagno nel comparto dei titoli europei a piccola capitalizzazione. La sottovalutazione rispetto ai titoli maggiori è stata in gran parte colmata, ma il quadro economico di fondo rimane favorevole alle società minori grazie al basso livello dei tassi d'interesse, alle migliorate prospettive di export verso l'area del dollaro e alla ripresa delle attività di fusioni e acquisizioni».

2 Quali sono gli elementi che giocano a favore delle small cap? Quali, invece, contro?

Giorgio Giovannini

«La crescita dell'Asia e, in particolare di Cina e India, finisce con il trainare anche economie fiache come quelle europee, e crea interessanti opportunità soprattutto alle piccole e medie imprese di nicchia.

Contro la crescita delle small cap gioca invece un eventuale andamento negativo prolungato della Borsa. Le piccole e medie imprese hanno strutture finanziarie poco solide e un ciclo di Borsa che tenda ad affievolirsi può risultare fatale alla solidità patrimoniale dell'azienda e al suo processo produttivo».

Giacomo Bruzzi

«In linea generale gioca a favore delle small cap la ricerca da parte degli investitori dell'extra rendimento rispetto al benchmark e agli indici di mercato. Le small e mid cap sono poco conosciute, poco liquide, meno studiate

dagli analisti finanziari, e si prestano all'esame del gestore alla ricerca di titoli promettenti in base al modello di business e ai fondamentali. Ma anche l'attività di M&A (fusioni e acquisizioni) che è stata molto forte negli ultimi anni, continua a fornire un importante supporto. Lo dimostra l'ingente liquidità del mercato e, in particolare, le importanti disponibilità finanziarie a disposizione dei fondi di private equity che vedono nelle small cap gli obiettivi privilegiati. Infine non trascurerei di segnalare la possibilità di sfruttare nicchie interessanti all'interno di settori che, nel loro insieme aggregato, mostrano invece un andamento piatto. (vedi titoli Esprinet e Sos Cuetare)».

Gillian Skinner

«I titoli azionari delle società a piccola capitalizzazione non vengono più scambiati al di sotto del loro valore intrinseco. Tuttavia, sebbene alcuni settori appaiano alquanto costosi, altri sembrano offrire valori ragionevoli e pertanto troviamo continuamente nuove e interessanti proposte. Ad esempio, le società con modelli di attività basati su Internet sono oggi in grado di generare cash-flow (flussi di cassa) positivi e presentano un potenziale di crescita significativo. Dopo tre anni di forti rendimenti registrati dai titoli cosiddetti value, riteniamo che gli investitori pagheranno in futuro un prezzo superiore per i titoli azionari in grado di assicurare una solida crescita organica.

Da un punto di vista più negativo, i titoli azionari di società a piccola capitalizzazione possono essere maggiormente soggetti a volatilità e le aziende che non saranno in grado di raggiungere i risultati fissati dalle rispettive relazioni previsionali saranno punite dal mercato».

Daniel B. LeVan

Tra le small cap cerchiamo società che riteniamo essere sottovalutate e che evidenziano utili in rapida crescita. Le small cap sono una com-



Da sapere

■ **Cash flow**
Flusso di cassa. Disponibilità finanziaria che si genera in un'impresa in un determinato periodo di tempo, disponibile per nuovi investimenti o per remunerare il capitale investito. Costituisce la somma di utili netti, ammortamenti ed accantonamenti.

■ **Venture capital**
Si tratta di fondi messi a disposizione di società per progetti con grandi potenzialità di sviluppo. Le società specializzate nel venture capital oltre ai finanziamenti, assicurano consulenze e competenze manageriali entrando a far parte del capitale dell'azienda.



Cristina Matti

Carl Lee

Vantaggi e svantaggi di un investimento fatto adesso

ponente importante per una strategia d'investimento di lungo termine. Si tratta di una classe di attivo che offre interessanti vantaggi in termini di diversificazione del portafoglio, oltre all'opportunità di investire in società in rapida crescita. Molte di loro stanno esplorando nicchie di mercato lasciate scoperte dalle società di dimensioni maggiori o si stanno specializzando nell'offerta di prodotti e servizi esclusivi. A dispetto della consistente miglior andamentodei titoli small cap nei confronti delle large cap, crediamo che ci siano ancora molte opportunità di investimento interessanti. Le valutazioni sono adesso simili a quelle delle società più grandi, ma le previsioni sulla crescita degli utili restano migliori.

Il rischio maggiore? E' rappresentato dalla liquidità. Nel caso di uno spostamento verso titoli più liquidi (e quindi large cap), le small cap potrebbero andare incontro a risultati inferiori alla media. Anche un generale aumento dell'avversione al rischio farebbe allontanare gli investitori da questo settore. Anche un deciso incremento dei tassi di interesse nel lungo periodo potrebbe avere effetti negativi nei confronti di tutti i titoli azionari, e in particolare le small cap, ma non prevediamo il verificarsi di un scenario simile».

Joseph Baumeler

«I fattori positivi continuano a essere la loro valutazione molto attrattiva rispetto ai bond, l'ottima fase di crescita dei profitti, solidi bilanci, l'ingente liquidità presente sui mercati finanziari e l'attività di M&A (fusioni e acquisizioni) che ha come obiettivo primario proprio le small e mid cap. Sul versante opposto, invece, preoccupa la crescita senza soste del prezzo del petrolio, che imballa l'economia e rischia di procurare una correzione del mercato azionario».

Cristina Matti

«A favore giocano il livello comunque basso dei tassi di interesse, la crescita economica in alcuni paesi in particolare a buoni livelli (Irlanda, Spagna...), una bassa volatilità

dei mercati e la scarsa attenzione da parte degli analisti e dei broker. A sfavore, invece, citerei la forte performance degli ultimi anni che ha portato a livelli di valutazione non sempre attraenti».

Carl Lee

«A favore delle small cap continuerà a giocare il processo di fusioni e acquisizioni; già molto importante negli ultimi anni, ha tutti i prerequisiti per proseguire in virtù delle ingenti risorse finanziarie e di cash-flow dei grandi gruppi, ma anche del venture capital e dei fondi di private equity. In senso contrario, vedo invece, l'effetto dell'apprezzamento del dollaro: un fenomeno che non danneggia direttamente le piccole e medie imprese quanto piuttosto favorisce i grandi gruppi a vocazione internazionale e votati all'export, che traggono enormi benefici dalla valuta Usa in rafforzamento».

Jim Campbell

«Le formidabili performance degli ultimi due anni hanno eroso gran parte del vantaggio rispetto alle maggiori società. Le loro quotazioni sono quindi ora ancora più sensibili ad ogni profit warning (annuncio di risultati minori rispetto alle previsioni) o anche a tassi di crescita meno brillanti di quelli attesi dal mercato».

Massimo Terrizzano

«L'attrattiva è data dalla maggiore flessibilità che le piccole imprese dimostrano nell'adattarsi ad uno scenario caratterizzato in Europa da un modesto tasso di crescita economica e dalla forte concorrenza esercitata dai produttori asiatici. La stagnazione della domanda interna spinge le imprese maggiori a rafforzare le proprie posizioni di mercato attraverso l'acquisto di aziende concorrenti piccole e specializzate. Tra i fattori che possono rallentare l'andamento delle small cap, i principali sono rappresentati dalle elevate valutazioni raggiunte da questo segmento di mercato e dal rischio di recessione nell'area europea».



Jim Campbell



Joseph Baumeler



Massimo Terrizzano