



Valori nascosti

INVESTIMENTI 1 LA CACCIA AL TESORO DEL 2011

Un anno di strategie anti-volatilità. E in Piazza Affari vincono gli intangibili

DANIELA STIGLIANO

Il valore c'è. Dalle azioni mondiali ai bond governativi e corporate, passando per le tattiche degli hedge fund, le scommesse sulle materie prime e il ritorno alla qualità nelle opere d'arte. C'è: basta saperlo trovare dietro la crudezza, amara e preoccupante, di mercati finanziari turbolenti, di titoli di Stato più volatili dell'equity, del rischio di nuove bolle scatenate dall'eccesso di liquidità e dei pericoli della speculazione. Nel 2011 gli investitori dovranno cercare, con intuito e pazienza, il valore nascosto nelle diverse asset class d'investimento. Anche perché non è finita. Anzi. Sui mercati, prevedono gli esperti, domineranno ancora l'elevata volatilità e la bassa visibilità di elementi di ripresa stabile. Con la possibilità concreta di vivere nuovi periodi di difficoltà, legati soprattutto alle tensioni sui debiti sovrani.

«Negli ultimi due anni spesso i mercati sono stati guidati più da eventi macroeconomici che da fattori micro», considera Maria Paola Toschi, market strategist di JP Morgan asset management. Nello scorso settembre, per esempio, tutte le piazze hanno avuto una ripresa sulla scia della manovra di allentamento economico della Fed. Mentre un paio di mesi dopo la crisi irlandese ha trascinato al ribasso i mercati governativi senza alcuna selezione sulle aree di riferimento. Un errore, certo. Che però ora «fa pensare che ci siano opportunità in varie zone». E «un approccio basato sulla ricerca e la capacità di selezione

sarà vincente, al di là anche dell'approccio geografico».

Non solo. Il 2010 ha anche «cambiato la percezione delle asset class e, in particolare, è stato superato il concetto di strumenti privi di rischio», sottolinea Toschi. Tanto da portare le case di investimento a privilegiare, nel reddito fisso, le obbligazioni societarie, anche high yield, piuttosto che i titoli di Stato. I mercati azionari

vincono, però, nelle preferenze dei gestori. Ma se, per esempio, l'Europa è sottopesata nell'asset allocation 2011 di JP Morgan, «la Germania ha ancora possibilità di guadagno», sostiene la strategist. Un'opinione condivisa da molti. Così come l'occhio di riguardo verso gli States, seppure con una forte selezione di settori e titoli. Anche se tutti gli esperti insistono nel sostenere che il prossimo anno sarà il momento del con-

PROMESSE DA BLUE CHIP

TITOLO	CAPITALIZ.	BV/INT	TITOLO	CAPITALIZ.	BV/INT
Banca Popolare Sondrio	2.018,4	161,08	Banca MPS	5.423,9	2,18
Mediobanca	5.523,7	15,24	Diasorin	1.774,9	2,11
Prysmian	2.343,7	9,37	Intesa San Paolo	27.460,8	2,03
Snam Rete Gas	13.211,9	7,70	Ubi Banca	4.640,2	2,00
Exor	2.419,9	6,45	Banca Carige	2.787,6	1,93
Banca Pop. Emilia R.	2.247,7	6,37	Edison	4.606,0	1,65
Bulgari	1.841,3	6,12	Assicurazioni Generali	22.901,4	1,62
Mediolanum	2.240,3	5,85	Fiat	10.329,3	1,42
Terna	6.428,8	5,44	Davide Campari Milano	2.426,3	0,91
Saipem	12.421,6	5,04	Enel	36.226,4	0,89
Credito Emiliano	1.612,1	5,02	Acea	1.875,2	0,87
Eni	44.264,4	4,72	Hera	1.626,8	0,78
ST Microelectronics	5.034,2	4,07	Luxottica	8.781,5	0,74
Tod's	1.928,4	3,48	Finmeccanica	4.706,1	0,73
Parmalat	3.360,0	2,94	Mediaset	5.994,7	0,68
Tenaris	16.315,0	2,57	Atlantia	9.112,5	0,66
Unicredit	37.159,0	2,48	Telecom Italia	14.705,6	0,55
A2A	3.540,2	2,38	Sias	1.556,1	0,43
Pirelli & C	2.413,8	2,36	Lottomatica	1.911,1	0,42
Banco Popolare	2.920,6	2,20	Autogrill	2.404,1	0,26

I 40 titoli a maggiore capitalizzazione in base al rapporto tra book value e asset intangibili. Dati all'1/09/2010

Nelle foto, dall'alto, Franco Carlo Papa (Dgpa Advisory), Maria Paola Toschi (JP Morgan) e Luca Pieroni (Dgpa Advisory)

solidamento degli emerging market, in particolare le piazze asiatiche, e del loro passaggio stabile a un ruolo strategico nei portafogli.

Infine Toschi suggerisce di fare attenzione alle storie di riassetto societario: «In anni di grandi turbolenze, le aziende hanno impostato strategie di taglio dei costi e recupero di efficienza, anche attraverso operazioni di finanza straordinaria, stimolate da valutazioni più contenute e da una grande liquidità nelle casse delle imprese. E questo può essere il mezzo per far emergere i valori nascosti. Anche se l'importante resta la capacità di selezione».



CHANCE IMMATERIALI

Storie di riorganizzazioni aziendali, con fusioni e acquisizioni, si potranno trovare anche sul mercato italiano. Ma in Piazza Affari la sfida è andare a caccia del potenziale inespresso degli asset intangibili. Ne sono convinti i consulenti di Dgpa Advisory, società del gruppo creato da Maurizio Dallochio e presieduto da Luciano Avanzini, che hanno elaborato un paniere di 40 titoli, selezionati tra tutte le azioni della Borsa milanese, in base al rapporto tra il book value (bv), che rappresenta il patrimonio, e il valore degli intangibile riportato in bilancio (*tabella a destra*). «Un risultato elevato, unito a una quota di asset immateriali bassa, potrebbe nascondere potenzialità di rivalutazioni e, quindi, di migliorare le performance e di scoprire il valore reale del titolo», spiega Franco Carlo Papa, presidente di Dgpa Advisory. Inoltre, aggiunge Luca Pieroni, amministratore delegato della società, «l'analisi dimostra che

LE 40 MIGLIORI A PALAZZO MEZZANOTTE

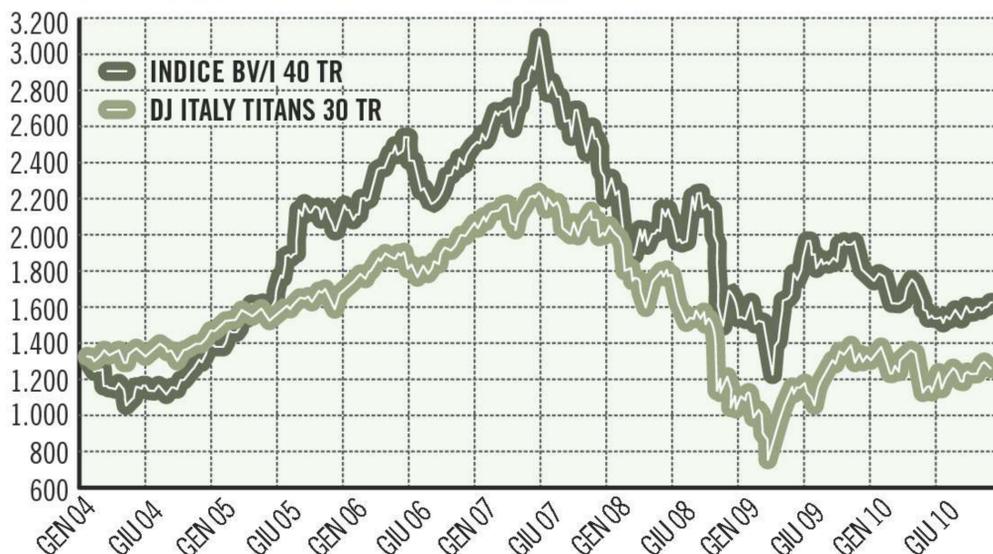
TITOLO	CAPITALIZ.	BV/INT	TITOLO	CAPITALIZ.	BV/INT
Vianini Lavori	174,3	58.542,5	Ratti	11,7	91,9
Bonifiche Ferraresi	163,1	38.480,0	Danieli & Co.	599,3	60,4
Meridie	19,0	8.357,2	Irce	39,4	59,5
Cam Finanziaria	251,8	5.195,5	Immobiliare Grande Distr.	358,1	58,7
Management & Capitali	82,4	1.665,6	Richard Ginori 1735	22,4	54,0
Banca Popolare Spoleto	118,0	1.247,6	Rosss	18,1	49,1
Apulia Prontoprestito	98,4	1.174,4	Digital Bros	20,3	45,2
Compagnia Immob. Az.	28,2	527,5	Fidia	17,2	44,8
Ergycapital	47,6	447,8	Aedes	153,1	41,6
Beni Stabili	1.245,2	395,7	Banca Ifis	276,6	38,5
Uni Land	96,9	389,9	Gewiss	487,5	36,7
Società Aeroporto Toscano	94,5	294,7	Banca Profilo	324,7	35,8
Brioschi Sviluppo Immob.	127,6	204,2	Gruppo Ceramiche Ricchetti	22,0	32,9
Banca Pop. di Sondrio	2.018,4	161,1	Piquadro	74,4	32,2
Valsoia	45,0	165,8	Gruppo Mutuonline	203,3	31,0
Cembre	87,6	149,8	Montefibre	20,1	29,5
Bastogi	30,2	112,0	Reno De Medici	78,1	24,6
Fnm	128,1	101,7	Sopaf	28,6	24,3
Astaldi	489,2	96,3	Molecular Medicine	94,3	22,6
Banca Finnat Euramerica	197,4	94,7	Conafi Prestito	39,5	21,9

I 40 componenti dell'indice BV/I elaborato da Dgpa Advisory



STACCO SUI TITANI

Nel grafico, a confronto il paniere Bv/I 40 Tr di Dgpa Advisory con il DJ Italy Titans 30 Total return nell'arco degli ultimi sette anni: a parte i primi 12 mesi, il paniere che seleziona il rapporto tra book value e intangibile ha sempre fatto meglio



le aziende con un buon rapporto bv/i hanno anche un debito inferiore. E rappresentano azioni con minore volatilità, interessanti per chi ha orizzonti di medio-lungo periodo». A confronto con il DJ Italy Titans 30 Total return, il paniere Bv/I 40 Tr ha rendimenti superiori nel medio-lungo periodo (negli ultimi sette anni si è rivalutato del 33,7% contro il +2,9% del Titans 30) e tiene meglio nelle fasi di bolla (nel periodo nero 2008-2009 ha perso il 20,3% rispetto al -35,5%), mentre nel brevissimo il mercato si mostra vincente.

PREZZI SCONTATI

Il filtro contabile, pur utilissimo, si sa, non è però definitivo. Papa e Pieroni hanno allora calcolato, per i primi dieci titoli del paniere, il rapporto tra la capitalizzazione e il book value. Risultato? La gran parte di loro quota a sconto. In sette casi la proporzione è addirittura sotto la parità: nel prezzo di mercato non è riconosciuto neppure il valore di libro, che peraltro potrebbe aumentare proprio grazie alle potenzialità inesprese degli asset immateriali.

Vianini Lavori, primo titolo del paniere per bv/i, ha una capitalizzazione pari a un terzo del book value, in cui la quantità di intangibile valorizzata è minima: «Può solo migliorare», dice Pieroni. Mentre Compagnia immobiliare azionaria, pur avendo un ottimo rapporto bv/i, quota a 13 volte il book value: «È possibile che la valutazione consideri già il valore inespresso». Per Apulia Prontoprestito la qualità del credito è più rilevante della sua componente immateriale. E anche per i titoli bancari bisogna fare un check al book value di merito del

credito. La Popolare di Sondrio «è un titolo con flottante, solida per capitalizzazione e per rapporto con gli intangibile, con un business tradizionale: un titolo da scegliere per il medio-lungo termine». E pure la Popolare di Spoleto «è un realtà locale ma con buoni valori da tutti i punti di vista».

Nelle holding di partecipazione, argomenta Papa, «bisogna indagare sulle eventuali plusvalenze inesprese, perché non è stata compiuta la rivalutazione delle società in portafoglio, oppure sovraesprese, perché le partecipazioni risultano a valore di acquisto, elevato e non ancora sottoposto alla svalutazione obbligatoria per l'impairment test». Tra M&C e Cam finanziaria, per esempio, occhi puntati sulla seconda: è operativa e storica, e potrebbe trascinare plusvalenze per operazioni sul capitale.

DIETRO LE LARGE CAP

Dgpa Advisory ha inoltre calcolato per *il Mondo* il rapporto tra book value e intangibile per i 40 titoli più capitalizzati della Borsa milanese (tabella a pagina 12). E non mancano le sorprese. In testa si piazza, ovviamente, la Popolare di Sondrio, unica tra le blue chip a far parte del paniere di Dgpa Advisory. Ma subito dopo compare Mediobanca «perché ha partecipazioni valide e non le ha mai rivalutate o solo modestamente». Tra le prime 15 large cap per bv/i, «quelle su cui conviene concentrarsi», si trovano anche Bulgari e Tod's, che mostrano valori di intangibile molti bassi relativamente al paniere di riferimento e, soprattutto, al settore della moda. Potrebbero, insomma, non avere ancora valorizzato a pieno i propri marchi.

INVESTIMENTI 2 BORSE MONDIALI

Tutti corrono in Asia

Puntate in Germania. Usa da valutare. Ma i guadagni si fanno in Cina e India

Un mondo a due velocità, con i mercati emergenti a fare da battistrada e i Paesi sviluppati a rincorrere. Con il senno di poi si potrà dire che il 2010 è stato un anno di transizione o di evoluzione, in cui gli investitori hanno dovuto riconoscere che quell'asset class spesso residuale, gli emerging market, creano valore per il portafoglio. Il 2011 rappresenterà forse un anno, per dirla con le parole di Virginie Maissonneuve, responsabile dell'azionario di Schroders, in cui gli investitori prenderanno piena coscienza della «nuova normalità», del ruolo delle piazze asiatiche, traino dell'economia mondiale. Del resto basta pensare che nella classifica del pil l'India tampina il Canada al decimo posto, il Brasile insidia l'ottavo posto dell'Italia e la Cina si appresta a scavalcare il Giappone, secondo dopo gli Usa. Certo, l'Unione europea si posiziona ancora sopra gli Stati Uniti, ma i pesi, economici e politici, si stanno velocemente ridistribuendo.

IL VECCHIO CONTINENTE MALANDATO

«I mercati obbligazionari dei Paesi europei periferici potrebbero ancora rappresentare un problema e arrecare delle conseguenze a tutti i mercati finanziari nel 2011», avverte Klaus Kaldemorgen, responsabile azionario globale di Dws investments. «Al momento stiamo tuttavia osservando segnali positivi prodotti dagli sforzi per diminuire i disavanzi di bilancio di questi Paesi. Se la situazione migliorasse concretamente, allora l'inflazione sarebbe una delle principali questioni da affrontare».

«La crescita economica e dei profitti sembra in una fase di stasi», rincara la dose Jef-



Nelle foto, dall'alto, Klaus Kaldemorgen (Dws investments) e Virginie Maissoneuve (Schroders)

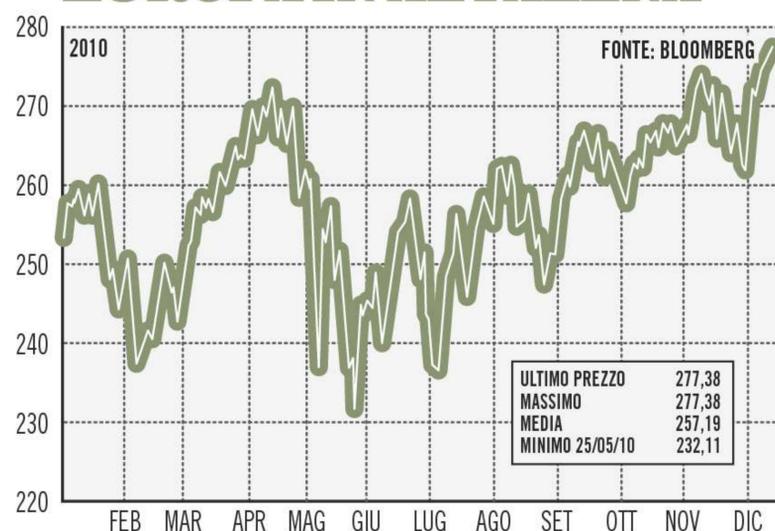


IL VOLO DI BRIC & CO.



Nei grafici, a sinistra l'andamento 2010 dell'indice Msci Emerging market e, a destra, del Dj Stoxx 600 dei titoli europei

EUROPA IN ALTALENA



frey Palma, strategist Ubs, «le previsioni potrebbero peggiorare notevolmente sulla scorta dei problemi legati ai debiti sovrani. Peseranno in particolare le difficoltà legate a Portogallo e Spagna, che probabilmente si trascineranno fintanto che non si trovi una soluzione più generale al problema del finanziamento degli Stati. Le incertezze graveranno in particolare sul settore finanziario, mentre l'euro potrebbe essere sotto pressione, erodendo i rendimenti». Per gli investitori di stanza in Europa ci saranno comunque ancora opportunità, con alcuni settori preferiti dalla banca svizzera come l'energetico, il minerario, i media, i trasporti, l'hardware, il software, ma soprattutto con un'adeguata selezione. Le scelte di portafoglio dei 16 titoli Ubs (al 30 novem-

bre) si concentrano su azioni che per vari motivi sono interessanti, si va dal colosso minerario Rio Tinto ai trasporti con Ryanair, con alcune ultime entrate come Man, gruppo finanziario esposto alla crescita in Asia, Technip, holding francese specializzata in servizi di ingegneria, la società media Telenor e Volvo.

Kaldemorgen indica invece la Germania come «il posto giusto per investire». Il mercato azionario tedesco, spiega, nonostante abbia già corso un bel po', presenta valutazioni interessanti e l'indice Dax potrebbe crescere ulteriormente nel 2011, fino a 7.500 o addirittura 8 mila punti. «Un basso tasso di disoccupazione e una forte crescita economica favoriscono gli investimenti in Germania, a maggior ragio-

ne dopo una crisi che le imprese tedesche hanno affrontato correttamente. I settori più attraenti sono la chimica, l'industria automobilistica e altri comparti industriali. La principale posizione del nostro fondo è Deutsche Telekom, seguita dal gruppo energetico E.On».

LA FENICE A STELLE E STRISCE

«Le aspettative di crescita degli Stati Uniti sono ultimamente migliorate grazie anche a una stabilizzazione del settore immobiliare. Quando pure il mercato del lavoro ripartirà, gli Usa dovrebbero uscire del tutto dalla crisi», nota l'esperto di Dws. I solidi fondamentali dell'economia, la bassa inflazione, la crescita degli utili e l'alto livello dei consumi potrebbero contribuire a una

INVESTIMENTI 3 RISPARMIO GESTITO ALTERNATIVA AL FAI-DA-TE

QUESTIONE DI RICERCA

Le variabili chiave a disposizione di un buon gestore azionario attivo risiedono nella possibilità di selezione tra i diversi Paesi, le differenti valute, il tipo di capitalizzazione (large, mid e small) e, soprattutto, la scelta dei singoli titoli. Lo fa presente Matteo Astolfi, sales director di M&G in Italia, che aggiunge: «Inoltre la possibilità di avvalersi di analisi interne e di valutazioni parallele e alternative a quelle di rating, che purtroppo sempre più spesso arrivano a cose fatte, consente di anticipare adeguatamente gli eventi». Per Astolfi, sebbene i fondi attivi abbiano commissioni superiori, gli investitori che li sottoscrivono seguono il principio secondo il quale ottieni quello che paghi e sono pronti a sostenere i costi superiori associati a un gestore specializzato, dotato delle risorse adatte per prendere le decisioni giuste in materia di selezione titoli. Il money →

GLI OTTO VINCENTI

NOME DEL FONDO	CATEGORIA	PERFORMANCE %		
		2010	2 ANNI	3 ANNI
Agora Equity	AAE	4,51	55,06	-13,37
Eurizon Azioni Pmi America	AAM	27,10	58,15	12,14
Prima Geo Europa Pmi	AEU	23,41	85,11	
Carige Azionario Internazionale	AIN	27,78	54,27	
Fondersel Pmi	AIT	3,27	47,30	-25,39
Fondersel Oriente	APA	25,26	83,15	5,93
Acomea-Sai Paesi Emergenti	APE	24,30	75,78	-9,27
Gestielle East Europe	APS	18,63	89,22	-13,01

Nella tabella, il fondo migliore, in base alla performance 2010, per ognuna delle principali categorie azionarie geografiche (in ordine alfabetico per categoria). Legenda: AAE= Area euro; AAM= America; AEU= Europa; AIN= Internazionale; AIT= Italia; APA= Pacifico; APE= Paese emergente; APS= Azionario singolo Paese o area. Fonte: elaborazioni su dati Etf Consulting



LE 16 SCELTE DI UBS

TITOLO	SETTORE	BORSA
Anheuser-Busch InBev	Alimentare	Bruxelles
Edf	Energia	Parigi
GlaxoSmithKline	Farmaceutici	Londra
Lloyds Banking Gro	Banche	Londra
Man	Finanziari	Londra
Pearson	Media	Londra
Randstad	Servizi commerciali	Amsterdam
Rio Tinto Plc	Materie prime	Londra
Ryanair	Trasporti	Dublino
Sainsbury	Alimentare	Londra
Shb	Banche	Stoccolma
Soc Gen	Banche	Parigi
Technip	Energia	Parigi
Telenor	Telecom	Oslo
Wolters-Kluwer	Media	Stoccolma
Volvo B	Industriali	Stoccolma

crescita del mercato azionario statunitense del 15% nel 2011. «Credo che il settore con le prospettive maggiormente favorevoli sia quello energetico, soprattutto petrolifero, trainato dalla domanda globale» continua Kaldemorgen, «della filiera dell'energia guardiamo con interesse anche alla fase di esplorazione, agli impianti e al settore dei servizi. Le imprese di beni di consumo dovrebbero tornare a produrre profitti man mano che il consumatore americano tornerà al suo normale livello di spesa».

Tecnologico e sanitario sono fra i comparti favoriti da Ubs, con l'energetico appena passato da underweight a market weight. «Al momento preferiamo un posizionamento difensivo nel settore hi-tech, con maggiore esposizione a titoli software e di servizi rispetto ai semiconduttori», dice lo strategista, «per la preoccupazione che i ricavi diminuiscano. Se i nostri economisti hanno ragione, nel secondo trimestre 2011 il pil mondiale aumenterà il passo e torneremo ad aumentare il peso dei tecnologici più ciclici». I preferiti hi-tech sono cinque: Au Optronics (prezzo obiettivo 39 dollari), Check point (47 dollari), Google (720 dollari), Htc (882 dollari), Sandisk (55 dollari). Il sanitario viene considerato invece difensivo, grazie a quotazioni non alte, ma con buone prospettive di crescita. Ubs identifica una serie di titoli: Boston Scientific (prezzo obiettivo 7,9 dollari), Cardinal health (41 dollari), Celgene (69 dollari), Endo Phar-

maceuticals (40 dollari), Express Scripts (66 dollari), Thermo fisher (64 dollari), Watson (59 dollari), Wellpoint (65 dollari).

EMERGING, TURCHIA E GIAPPONE

Come un mantra indiano gli operatori ripetono in coro: emerging market. «Le società che in futuro registreranno un tasso di crescita dei profitti al di sopra della media sono quelle che capitalizzeranno la crescita della domanda interna dei mercati emergenti, non importa che siano quotate sui listini di questi ultimi o nelle Borse dei Paesi sviluppati», sottolinea Maissoneuve, per la quale il ruolo delle piazze asiatiche oggi «non è più tattico, ma strategico». La partita qui può essere giocata attraverso qualche etf rappresentativo dell'universo emerging market, oppure specializzato su singoli Paesi. Ubs identifica Hong Kong,



Sopra, Jeff Palma (Ubs). A sinistra, i 16 titoli preferiti dalla casa in Europa

Cina e India come Borse su cui puntare, mentre sottopesa Indonesia, Malesia e Filippine. Gli investitori non devono concentrarsi però solo sui soliti «sospetti», conclude il responsabile azionario di Dws investments, ma uno sguardo più attento dovrebbe rivolgersi a mercati meno familiari come

la Turchia: «Quest'ultima, per esempio, richiama la nostra attenzione per il basso costo del lavoro e per la favorevole posizione geografica, prossima all'Europa occidentale e alla Russia. La sua industria automobilistica, inoltre, pur avendo risentito della crisi finanziaria, ha recuperato rapidamente. Detto questo, è più che mai importante una attenta valutazione in quanto alcuni settori e interi Paesi stanno incamminandosi verso una bolla speculativa: si pensi al mercato immobiliare in Cina».

Mentre Dominic Wilson, co-responsabile della divisione ricerche di Goldman Sachs, segnala anche, oltre agli emerging market, l'opportunità di investire sul Giappone, poiché, sostiene, il Nikkei si caratterizza per una forte sensibilità al miglioramento del ciclo industriale globale.

Ivan Del Ponte

manager, di conseguenza, suggerisce di focalizzarsi sulle case che possono avvalersi di ricerche finanziarie interne e una storia di lungo periodo di gestione attiva, caratterizzata da performance costanti e superiori alle medie di mercato, comprovate da riconoscimenti da parte di agenzie indipendenti

PROPOSTE INDICIZZATE

NOME DELL'ETF	CATEGORIA	REND. % 2010	TER %
Cs Etf (Ie) on Msci Usa Small Cap (B)	America	47,04	0,43
iShares Euro Stoxx Total Mark. Growth L.	Area Euro	17,82	0,40
db x-trackers Msci Europe Small Cap Trn	Europa	25,45	0,40
db x-trackers Msci World Trn Index Etf	Int.li globali	22,18	0,45
EasyEtf Bnp Paribas Next 11 Emerging	P. Emergenti	39,60	0,85
PowerShares Ftse Rafi Asia Pac. ex-Jap.	Pacifico	33,05	0,80

Nella tabella, il migliore etf, in base alla performance 2010, per ognuna delle principali categorie azionarie geografiche (in ordine alfabetico per categoria). Il ter (total expense ratio) esprime i costi totali annui

di fondi quali, per esempio, Morningstar e Lipper. L'alternativa per investire in Borsa evitando il pericoloso fai-da-te è rappresentata dagli etf (exchange traded fund), che si limitano a replicare un benchmark. La soluzione indicizzata è preferibile nel caso in cui un'eventuale attività di selezione fondi da parte dell'investitore dovesse risultare eccessivamente onerosa (in termini di tempo e risorse) rispetto agli importi da sottoscrivere. Inoltre, il fatto che siano negoziabili su una Borsa, consentendo di acquistare e vendere in tempo reale, rende gli etf un investimento di medio-lungo termine, ma anche strumenti per il trading speculativo di breve termine. Per ultimo, ma non certo per importanza, gli etf evidenziano in media commissioni (contenute) in linea (se non addirittura inferiori) con quelle delle classi istituzionali dei fondi: la differenza rispetto ai prodotti a gestione attiva è che, non dovendo remunerare una rete distributiva, possono estendere tale favorevole struttura di costo anche agli investitori privati.

Leo Campagna