

## ATTUALITÀ



GOVERNANCE

di Riccardo Sabbatini

## Previdenza e l'albo dei «puri»

Riparte il treno della previdenza complementare e subito si scontra con la corporate governance. O meglio, con il sistema dualistico di governo societario fondato su un comitato di gestione ed un comitato di sorveglianza. A questo schema, secondo il "decreto Maroni" approvato a fine 2005, dovranno fare riferimento i fondi pensione aperti, istituiti da intermediari finanziari per raccogliere le adesioni individuali al secondo pilastro della previdenza. Ebbene superata la fase di prima applicazione, i membri (almeno due) dell'organismo di sorveglianza dovranno essere individuati «tra gli amministratori indipendenti iscritti all'albo istituito dalla Consob». Ora, a meno di non fare ricorso all'ordine dei francescani (ed anche in quel caso ci sarebbe da discutere), non c'è in natura un soggetto completamente "indipendente". Quella caratteristica va misurata in relazione allo specifico incarico che un amministratore viene chiamato a svolgere. La Consob, pertanto, si troverebbe nell'impossibilità pratica di redigere un simile albo. La norma è stata scritta al fine di evitare che i comitati di sorveglianza dei fondi aperti — incaricati di vigilare che il gestore faccia gli interessi degli iscritti — siano costituiti da ex sindacalisti privi di qualunque requisito professionale. Ma la soluzione non appare la più felice.

Ugualmente sfortunato, per rimanere in tema, appare il compromesso che si sta realizzando nel decreto di prossima emanazione che detta i requisiti professionali dei membri degli organi collegiali dei fondi chiusi (gli organismi previdenziali istituiti direttamente da sindacati ed aziende). Anche in quel caso la base dei sindacalisti (e dei rappresentanti aziendali) è in fermento e preme per entrare. Allo scopo di accontentarne i desiderata si già sta pensando di istituire speciali corsi "abilitanti" per gli aspiranti amministratori. Magari gestiti anch'essi da sindacati ed aziende così da massimizzare l'effetto leva. Del resto perché prendersela tanto. Quando il Parlamento nel '94 privatizzò le casse previdenziali dei professionisti (notai, avvocati, giornalisti, etc.) stabilì senza battere ciglio che la professionalità dei componenti gli organi collegiali di quelle casse sarebbe stata «considerata esistente qualora essa costituisca un dato caratterizzante l'attività professionale della categoria interessata». Neppure Robert Musil nel suo "Uomo senza qualità" si era spinto a tanto.

## MERCATI INTERNAZIONALI / DOPO I MASSIMI DEL DOW JONES

# Il ritorno delle large cap

### MediaCorp, JpMorgan da preferire in Usa Xstrata, BnpParibas, Boliden, Electrolux e Allianz in Europa

Valutazioni appetibili e momentum. Sono questi i due elementi che in questa fase di massimi di alcuni listini (il Dow Jones ha superato la soglia dei 12mila punti) fanno preferire alla maggioranza dei money manager i titoli delle società ad alta capitalizzazione.

Sgam, per esempio, ha una visione molto positiva sulle large cap sia in Europa e sia in Usa. «Per ragioni in parte simili e in parte diverse — spiega Cristiano Busnardo, ad di Sgam in Italia — in tutti i mercati small e mid cap hanno corso molto nel 2005 mentre le large cap sono spesso sottovalutate. In Usa poi le large cap, in particolare i titoli growth, hanno anche appeal difensivo se si concretizza il temuto calo del mercato immobiliare e quindi aumenta la volatilità. In Europa, invece, una crescita attesa di 25 punti base entro la metà del 2007 è trainata proprio dalle grandi aziende». Tra i titoli che Busnardo suggerisce ci sono: in Giappone **Ntt-DoCoMo** che dai massimi del 2000 ha perso l'80%, pur essendo market leader e un grosso generatore di cassa. Negli Stati Uniti per la sua posizione rilevante c'è **JpMorgan Chase**, un brand forte e con business molto diversificati. Infine, in Europa piace **France Telecom** perché, pur avendo già incorporato tutti i peggiori scenari, è assolutamente a sconto rispetto alla capacità di generare profitti.

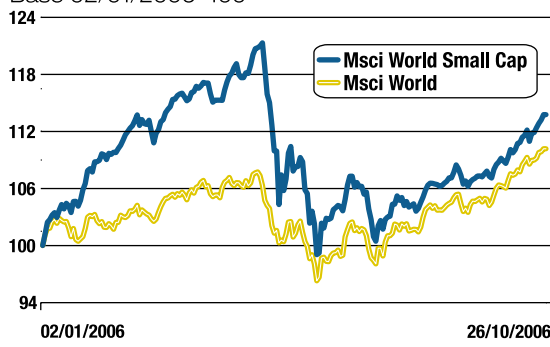
Per Reto Stiffler, gestore di Julius Baer, in Europa vanno preferite le grandi capitalizzazioni per via del premio significativo a cui sono scambiate le small cap rispetto alle large, dopo il rally del 2005. In particolare, oggi, le large cap hanno un p/e inferiore alle small cap, situazione opposta a quella verificatasi nel 2000, anno in cui invece il p/e delle large cap era superiore. «Tra i titoli preferiti ci sono la britannica **Xstrata**, leader mondiale nella produzione di zinco e nickel, che sebbene sia già cresciuta parecchio, — spiega — ha ancora una valutazione molto interessante così come **Boliden**, azienda attiva sempre nelle materie prime e che potrebbe essere oggetto di take over. Nel settore finanziario mi piace **Allianz** che costa meno dell'italiana **Generali** e **BnpParibas** che, oltre a essere la prima banca retail in Francia, grazie all'acquisizione di **Bnl**, potrebbe crescere in Italia». Per dare pepe al portafoglio, a fronte di un 80% su grandi large cap, il gestore suggerisce un 20% su aziende sempre big ma più piccole che possibile oggetto di acquisizioni. Tra queste ci sono **Corus**, **Electrolux** e **Delhaize**.

Per John Armitage, gestore di Schroder, specializzato sull'America, vanno preferite in un'ottica di rapporto costo-benefici, soprattutto i mega cap (ovvero i titoli superiori a 90 mld di dollari di capitalizzazione di mercato). Al momento i cinque investimenti principali del fondo di Schroder, specializzato sul comparto, sono **Capital One** (carte di credito), **Constellation Brands** (vini), **Federated Department Stores** (gruppi di distribuzione), **Textron** (jet ed elicotteri privati) e **News Corp** (media). Quest'ultima, in portafoglio da un anno, ha fatto registrare le migliori performance nel comparto, ha raggiunto una crescita organica, cosa abbastanza rara per questo settore, ed ha anche operato alcune acquisizioni di minore entità, che hanno contribuito a rafforzare la sua leadership.

Lucilla Incurvati

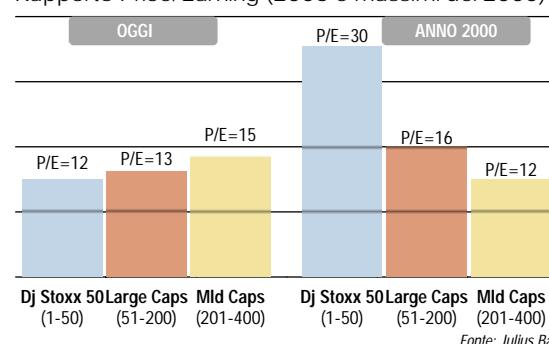
## Il confronto

Base 02/01/2006=100



## Cosa conviene in Europa

Rapporto Price/Earning (2006 e massimi del 2000)



## NON SOLO WALL STREET / BORSA SVIZZERA SENZA OSTACOLI

## Zurigo a passo di record La old economy detta legge

Nel quadro del buon andamento delle Borse europee negli ultimi mesi, spicca il gran balzo della Borsa Svizzera.

Il 27 settembre scorso l'indice SMI (Swiss Market Index) delle blue chip elvetiche ha chiuso a quota 8413, superando il record storico stabilito nel luglio 1998. Il 23 ottobre lo SMI ha poi toccato gli 8697 punti. Rispetto a dodici mesi fa, il progresso del principale indice svizzero è di circa il 25 per cento.

Considerando che già il 2005 si era chiuso a passo di carica, la risalita è consistente. Secondo molti analisti, quello svizzero è un esempio chiaro di rivincita della "old economy". Lo SMI, che rappresenta in valore gran parte della Borsa Svizzera, è infatti composto da 26 titoli in larga misura legati all'industria e alla finanza tradizionali. Al vertice,

### In un anno +25% Ubs, Nestlé, Roche e Novartis le regine

per capitalizzazione, vi sono titoli della farmaceutica come **Novartis** e **Roche**, dell'alimentare come **Nestlé**, del settore bancario come **Ubs** e **Credit Suisse**, del settore assicurativo come **Zurich** e **Swiss Re**.

Le blue chip della Borsa Svizzera hanno prima anticipato e poi accompagnato la ripresa economica mondiale, che ha avuto riflessi positivi sugli utili delle imprese e anche sulla buona crescita dell'economia nazionale. Le azioni elvetiche, seguite dagli investitori internazionali, hanno una loro specificità, in gene-

re non si sovrappongono a quelle di altre piazze. Il quadro valutario ha pure contribuito: il franco nell'ultima fase non è stato né troppo forte né troppo debole nei confronti delle monete principali e ha quindi permesso di limitare al minimo il rischio di cambio per gli investitori.

Resta da vedere quanto potrà durare il momento magico della piazza rossocrociata.

Il consenso degli analisti è per una tendenza di fondo ancora positiva, con alcune possibili correzioni nei prossimi mesi, rese inevitabili proprio dal balzo compiuto da giugno ad oggi.

Considerando che è molto progredito anche l'indice allargato Spi, che raccoglie anche società a piccola o media capitalizzazione, la prudenza è d'obbligo.

Lino Terlizzi

## LA RICERCA / STRATEGIE D'INVESTIMENTO A CONFRONTO

## Seguire l'euforia del momento? Rende solo nel breve periodo

Con le Borse ai massimi è meglio continuare ad acquistare i titoli che hanno ottenuto le migliori performance o puntare invece su quelli che negli ultimi mesi sono rimasti indietro? La risposta dipende soprattutto dall'orizzonte temporale dell'investitore: nei primi mesi la strategia che privilegia il *momentum*, segue cioè l'inerzia del mercato, offre i migliori risultati. Col passare del tempo, però, lo scenario cambia e la scelta *contrarian*, basata sulle azioni che hanno ottenuto rendimenti peggiori, si prende la rivincita. Lo dimostra uno studio del Dipartimento di Scienze Aziendali dell'Università di Bologna sull'andamento di tutti i titoli ordinari quotati a Piazza Affari dal 1950 a oggi. La ricerca ha simulato il comportamento di un ipotetico investitore che avesse mensilmente acquistato le azioni che hanno realizzato le migliori performance nell'ultimo anno, finanziando l'operazione con la vendita dei titoli che invece nello stesso periodo sono andate peggio.

Ebbene, mantenendo un portafoglio simile si otterrebbe un guadagno

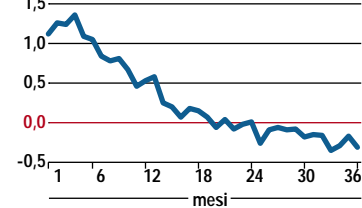
dell'1,12% nel primo mese e il rendimento andrebbe a crescere nei mesi immediatamente successivi (+1,36% medio mensile al quarto). Dal quinto mese in poi, però, la tendenza si inverte e la redditività del portafoglio comincia progressivamente a calare. Dopo venti mesi la performance media diventa addirittura negativa, segno che l'effetto inerziale si è completamente esaurito e la strategia *contrarian* prende il sopravvento.

Un risultato simile, riscontrato da diversi studi anche sui mercati Usa, si spiega soprattutto con il comportamento poco razionale tenuto dagli investitori: «L'istintività e la psicologia degli individui — spiega Stefano Mengoli, docente di Finanza Aziendale presso l'Università di Bologna e curatore della ricerca — portano a errori di valutazione comuni agli investitori e in grado di generare sia l'effetto di persistenza osservato nel breve periodo, sia il ritorno alla media a lungo termine».

Dare poco peso alle nuove informazioni rispetto a quelle passate, ormai consolidate nella nostra mente, oppu-

## Il portafoglio "momentum"

Rendimento % medio mensile nei tre anni successivi alla scelta



Fonte: Università di Bologna

re perseverare nelle proprie convinzioni anche quando ci si rende conto di quanto queste siano in realtà erronee sono situazioni tipiche in grado di giustificare il fenomeno.

Per non parlare dei comportamenti imitativi volti a replicare strategie intraprese da altri, così frequenti tra risparmiatori e anche investitori istituzionali. L'importante è accorgersi degli errori in tempo, prima cioè di rimanerne con il classico cerino acceso in mano.

Ma. Ce.