

# Sulle orme dei Pir

**BOOM PIR/1** Intermonte si aspetta flussi netti da 10,2 miliardi e asset in gestione a 25 miliardi a fine 2018, una replica del grande successo dell'anno scorso. Ma entro il 2021 nei fondi dedicati alle pmi ci saranno 60 miliardi. Ecco chi ne beneficerà

di **Roberta Castellarin**  
e **Paola Valentini**

**A**nche in questi primi mesi del 2018 i fondi legati ai Pir continuano a marciare con lo stesso ritmo di raccolta del 2017 che aveva battuto le attese iniziali chiudendo vicino a quota 11 miliardi, pari all'11% dei flussi netti dell'intera industria italiana del risparmio gestito nel corso dei 12 mesi (97,4 miliardi). Nel 2017, il loro

primo anno di vita, i Pir hanno raggiunto masse per 15,8 miliardi, di cui circa 4 miliardi da fondi pre-esistenti (alcuni comparti già operativi sono stati adeguati alle nuova normativa sui Pir). «Dopo il boom del 2017, al di sopra delle aspettative, mi aspetto un 2018 sostenuto: i primi mesi dell'anno lo confermano», ha detto Marco Carreri, amministratore delegato di Anima, la prima sgr a lanciare i fondi Pir nel gennaio 2017. «È ipotizzabile che anche il 2018 abbia un segno positivo in linea con il 2017, non solo per Anima ma anche a livello nazionale», ha sottolineato ancora Carreri. Una conferma arriva da Marco Rosati, ad di Zenit, altra società di gestione molto attiva nell'investimento in titoli di pmi italiane con due fondi Pir. «La raccolta nei Pir sta proseguendo con un ottimo trend in linea con il 2017; l'incertezza in concomitanza delle elezioni ha portato un po' di rallentamento, ma ora stiamo vedendo una ripresa anche perché il Pir può essere assimilato a un piano di accumulo e quindi le correzioni dei mercati rappresentano un buon momento per fare versamenti».

Intermonte sim, che martedì 20 marzo organizza un incontro a

Milano per approfondire gli effetti dei Pir su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano a un anno dalla loro introduzione, ha previsto asset in gestione per i Pir nel 2021 a 60 miliardi, quattro volte più di oggi. «Rimaniamo positivi sul settore mid-small cap e pensiamo che i flussi sui Pir possano continuare a sostenere questa asset class e favorire l'arrivo in borsa di nuove ipo nel corso del 2018», dice Gianluca Parenti, partner di Intermonte sim. Che in particolare si aspetta flussi netti pari a 10,2 miliardi e asset in gestione a fine 2018 a 25,9 miliardi. Una parte di questi flussi sarà investita proprio nelle piccole e medie imprese italiane. «Nonostante la volatilità in aumento, i nostri analisti vedono ancora buone opportunità tra le pmi quotate italiane, ma ci vuole una certa selettività», aggiunge Parenti, che però ricorda: «Il timore che un flusso forte di investimenti portasse i gestori a essere meno selettivi si è rivelato infondato». Ora è invece importante che il futuro governo continui ad accompagnare il provvedimento.

«In Francia e Gran Bretagna questi strumenti si sono evoluti nel tempo e oggi hanno importanti masse in gestione. Speriamo che avvenga lo stesso in Italia», dice Parenti. Dal punto di vista dell'universo di small e mid cap a cui guardare oggi c'è invece una preferenza verso le società più esposte all'economia domestica che continua a dare segnali di miglioramento. Segnali positivi arrivano anche dal punto di vista delle ipo. «Stiamo lavorando a diversi dossier e vediamo sempre maggior interesse da parte degli imprenditori, quindi ci

aspettiamo nuovi debutti prima dell'estate», dice Parenti.

In attesa delle ipo quali società quotate stanno attirando l'interesse dei gestori specializzati sull'azionario Italia? «Parlare di piccole e medie imprese in Italia vuol dire parlare della spina dorsale del Paese. Questa è per esempio una differenza sostanziale rispetto alla Germania, dove le multinazionali dominano la scena. Tale peculiarità dell'Italia, che a prima vista può sembrare una debolezza, è in realtà una ricchezza. Infatti, le piccole e medie imprese hanno una capacità di reagire ai mutevoli scenari che si presentano con una rapidità e flessibilità che le grandi strutture generalmente non hanno. Inoltre, un ambiente del genere stimola l'innovazione e lo spirito imprenditoriale, elementi che portano continuamente alla nascita e affermazione di storie di successo. Esempio di ciò è il settore della moda», afferma Umberto Borghesi, gestore dell'Atlante Target Italy di Albemarle Asset Management (in attesa delle autorizzazioni per diventare un fondo Pir). Dal punto di vista dell'investitore in borsa, un altro vantaggio delle small e mid cap «è legato al fatto che hanno strutture più semplici e lineari, pertanto più controllabili e verificabili, quindi in sostanza mediamente meno rischiose». Non solo. «Le aziende in Italia hanno imparato nel tempo a convivere con l'incertezza politica e legislativa, come in questo momento in cui la situazione politica è molto intricata e non si intravedono semplici strade per la formazione di un governo stabile. -Ma proprio per la storica necessità e abitudine di convivenza con tali situazioni,

le aziende italiane possono prosperare anche in questo contesto a fronte di una ripresa economica globale che si sta rafforzando, una situazione finanziaria ancora favorevole e una inflazione ancora sotto controllo», afferma Borghesi. Che ritiene il momento attuale positivo per investire con un'ottica di 3-5 anni sulle società italiane, proprio alla luce del vantaggio fiscale legato ai Pir, «che può rappresentare un driver interessante per la borsa per i prossimi anni», osserva il gestore. Fra i titoli preferiti di Borghesi figurano Aeffe, «società della moda in forte crescita», Danieli, «leader negli impianti siderurgici a livello mondiale, realtà finanziariamente solida», Cembre, «azienda molto solida finanziariamente e molto ben gestita», Cementir, «gruppo di primo piano nel cemento bianco a livello globale e con ottime strategie di crescita», La Doria, «ben gestita con portafoglio prodotti ben equilibrato e leader nei derivati del pomodoro», Saes Getters, «multinazionale tascabile con un importante know-how nei getters e nelle leghe a memoria di forma» Brembo, «società leader mondiale nei sistemi frenanti». Tale elenco, «assolutamente non esaustivo, fornisce un'idea della ricchezza di cui è dotato il nostro Paese», sottolinea Borghesi.

**Dal canto suo**, Massimo Fuggetta, co-fondatore di Bayes Investments, l'advisor con sede a Londra del Made in Italy, fondo comune lussemburghese focalizzato esclusivamente sulle small cap italiane (che ha avuto una performance 2017 del 36%, quasi il doppio del mercato, e del 51% dalla sua partenza a maggio 2016), evidenzia: «L'istinto suggerirebbe di attendersi un anno ben diverso nel 2018, ma vedo ancora molto valore potenziale nei titoli in portafoglio e in altri titoli che potrebbero entrarci. Dunque la flessione di febbraio, innescata da preoccupazioni sul ritmo della stretta monetaria negli Stati Uniti che hanno poco a che fare con l'Europa e con l'Italia, è stata una buona opportunità di entra-

ta, solo parzialmente compensata dal rimbalzo post elettorale. Anche la politica c'entra poco con il mercato azionario, dato che le imprese italiane sono abituate a convivere con le sue convoluzioni. Mi attendo quindi un altro anno positivo, sostenuto da utili in crescita e una politica monetaria europea che resta accomodante». Tra le scelte di Fuggetta ci sono società come La Doria, «leader mondiale nel settore del private label alimentare, che ora capitalizza 420 milioni, il titolo è salito dell'86% nel 2017 ma ha appena riportato un utile operativo di 42 milioni, atteso in forte crescita nei prossimi tre anni, o la neo quotata Finlogic, che offre servizi di etichettatura e identificazione dei prodotti». La società capitalizza appena 35 milioni, «ma ne fa 2 di utile ed è ben gestita e in forte crescita. Sono tutte aziende poco seguite e fuori dallo schermo radar della maggior parte degli investitori istituzionali italiani ed esteri, mentre sono l'obiettivo d'interesse esclusivo del Made in Italy Fund, che spero entro questo mese diventerà ufficialmente un fondo Pir», dice Fuggetta. Mentre è già un Pir l'Axa WF Framlington Italy, il cui gestore Gilles Guibout fa presente: «Il mercato delle small cap in Italia e in Europa ha raggiunto valutazioni che non sono ancora troppo alte, ma sono a premio rispetto alle large cap. Per questo oggi è importante essere selettivi nello scegliere le azioni in cui investire, perché da sempre i titoli di media e piccola capitalizzazione sono meno liquidi e questo va tenuto in considerazione in una fase di aumento della volatilità». Il messaggio è che «chi compra oggi small e mid cap deve avere la certezza di scegliere società capaci di far crescere i loro utili in futuro», aggiunge Guibout. «Abbiamo un portafoglio molto concentrato su storie azionarie in cui crediamo dopo avere analizzato i bilanci, il business in cui operano e individuato i punti di forza che permetteranno ai loro utili di crescere in futuro». Per esempio cita il caso di Datalogic, un produttore a livel-

lo mondiale di lettori di codici a barre: «Questo sistema è sempre più utilizzato dalla logistica che ha bisogno di sapere in ogni momento dove sono i singoli prodotti durante lo stoccaggio e le fasi di spedizione», dice il gestore. Un altro caso è quello degli npl italiani con Cerved e Dobank che sono proprio specializzate nel trattamento dei non performing loan. Per quanto riguarda l'aumentata incertezza internazionale una strada può essere quella di puntare sulle imprese che hanno una copertura naturale del cambio con impianti basati dove fanno il fatturato. «Non c'è mai una copertura perfetta, ma questo può anche creare opportunità in termini di valutazione. Per esempio, Tenaris con l'introduzione dei dazi negli Stati Uniti potrebbe avere un vantaggio competitivo nei confronti del concorrente sudcoreano perché ha molti impianti in Messico, esentato dai dazi, e negli Stati Uniti», aggiunge Guibout. Concorda con la necessità di grande selettività Alberto Chiandetti, gestore del fondo Fidelity Italy: «L'accelerazione della ripresa economica globale, in atto da fine 2016, e i flussi generati dai Pir, hanno spinto il segmento delle small mid cap italiane a realizzare performance molto positive negli ultimi 12-18 mesi. Parte di questa performance è sicuramente dovuta al miglioramento delle prospettive, ma essa si è in parte realizzata attraverso un'espansione dei multipli (che oggi in media sono intorno a 17,5 volte gli utili contro 14/15 volte medio) e a un allargamento del premio delle small cap sulle società di maggiore capitalizzazione», continua Chiandetti. «Proprio a causa della scarsa dispersione registrata finora riteniamo che nel prossimo futuro sarà essenziale distinguere attentamente le società che potranno effettivamente generare una crescita degli utili che giustifichi gli attuali premi delle valutazioni. L'Italia è ricca di queste società, come ad esem-

pio Avio, che produce lanciatori per i razzi Ariane e Vega e beneficia della domanda di lanci di satelliti a fini commerciali nello spazio». Mentre per quanto riguarda l'incertezza politica, Chiandetti ritiene che questa «può creare volatilità di breve periodo, ma non ha un effetto sull'attuale ciclo economico che è ben supportato dal contesto globale macro generalmente favorevole». Chiandetti ricorda che le società che più sono legate alle scelte economiche della politica italiana sono le finanziarie e soprattutto che svolge attività regolamentata come le utility. D'altro canto, le aziende industriali e del settore consumer più orientate ai mercati internazionali, di cui il mercato italiano delle small cap è ricco, sono invece più isolate dagli effetti politici domestici. «Questo avviene per due ragioni: innanzitutto sono meno dipendenti dal mercato domestico, e poi per loro il costo del capitale e del credito è meno legato allo spre-

ad italiano», aggiunge il gestore. Sul fatto che la presenza dei Pir faccia da calmiera alla volatilità, Chiandetti avverte: «Dopo questa fase iniziale mi aspetto che la liquidità delle small cap torni a essere inferiore a oggi, in quanto l'investitore Pir è necessariamente cassetista e orientato a orizzonti temporali medio-lunghi, considerato che ci vogliono cinque anni per godere dei benefici fiscali. Pertanto è prevedibile che in un orizzonte di medio termine l'andamento delle small cap sia destinato a normalizzarsi, cioè a registrare maggiore dispersione di rendimenti fra le società migliori e quelle meno interessanti».

Uno dei gruppi che con più decisione ha puntato fin dall'inizio sui Pir è Banca Mediolanum che ne ha all'attivo due (Sviluppo Italia e Futuro Italia). La raccolta è partita proprio nel marzo di un anno fa e ammonta in totale a 2,5 miliardi (al 28 febbraio scorso), compresi 130 milioni nella unit linked Mediolanum Personal Pir lanciata lo scorso

autunno. In dettaglio nei soli primi due mesi di quest'anno i flussi sono stati di 200 milioni. «All'interno dei nostri portafogli Pir ci sono investimenti azionari per circa 2 miliardi di cui un miliardo sul Ftse Mib e un altro miliardo distribuito fuori da questo indice tra Aim, Star, Ftse Mid Cap e Ftse Small Cap», spiega Lucio De Gasperis, direttore generale di Mediolanum Gestione Fondi. In particolare, «siamo presenti in maniera importante con investimenti pari a 96 milioni sull'Aim, che ci rende primi investitori in assoluto nel segmento, e nello stesso tempo abbiamo 350 milioni investiti sullo Star dove siamo i primi investitori do-

mestici», prosegue De Gasperis. Che sottolinea l'elevata diversificazione dei fondi Pir della casa: «Fuori dal Ftse Mib sono oltre 120 le società in cui noi entriamo con investimenti azionari. A oggi, abbiamo inoltre 500 milioni in emissioni obbligazionarie di società che non sono all'interno del Ftse Mib».

Gli fa eco Giacomo Tilotta, responsabile azionario Europa e Italia di AcomeA Sgr e gestore del fondo Pir AcomeA Italia. «Nelle settimane precedenti al voto, si era creata una grande attesa attorno alle possibili reazioni dei mercati finanziari. L'incubo sui mercati che in molti temevano, alla fine non si è tramutato in realtà. L'indice Ftse Mib, dopo i minimi di periodo del 5 marzo, è tornato ai livelli pre-elettorali, mentre lo spread si è addirittura abbassato. Peraltro, anche il recente passato insegna che già in altre occasioni, ad esempio le difficoltà per la formazione di un governo di grande coalizione in Germania o l'escalation catalana in Spagna, i mercati finanziari hanno guardato con maggior distacco il susseguirsi degli eventi politici nazionali». Oggi i mercati, aggiunge Tilotta, «sono particolarmente attenti ai dati sui fondamentali macroeconomici, come la crescita del pil, dei tassi d'interesse e dell'inflazione. Paradossalmente, uno stallone politico nel breve perio-

do, non sarebbe poi così tanto disprezzato dai mercati finanziari». Dal punto di vista degli utili, «le aziende italiane mostrano solidità, confermata anche dalle ultime trimestrali e dalla recente revisione al rialzo delle stime di crescita nell'ordine del 22%, la più alta tra i Paesi core europei», osserva Tilotta, «se si guarda al rapporto prezzi/utigli, il mercato italiano offre ancora multipli più attraenti rispetto ad altre aree geografiche». Concorde Rosati: «I prezzi sono cresciuti ma gli utili sono cresciuti in modo più che proporzionale rispetto ai prezzi, ci sono quindi tutte le condizioni per continuare a investire i flussi sui Pir che stanno continuando in modo importante, nel frattempo nel 2017 si è avuto un numero importante di ipo in borsa e questa tendenza continuerà anche quest'anno». Fra i titoli nel portafoglio dei fondi Pir di Zenit, Rosati indica Cover 50, «società dell'Aim con una capitalizzazione di circa 40 milioni il cui prezzo, nonostante una cassa positiva e un ottimo dividendo, langue e agli analisti non piace perché non ha una crescita tumultuosa. Ma noi dobbiamo cercare di investire in aziende solide», afferma Rosati che cita anche Digital Bros, Aeffe e Banca Sistema.

Allo stato attuale, tuttavia, Tilotta avverte che «non si può trascurare la presenza di rischi oltreoceano, come la rapidità nell'adeguamento dei tassi di interesse americani da parte della Fed e le tariffe commerciali introdotte da Trump». Detto questo, «per quanto riguarda l'universo delle small e mid cap, preferiamo adottare e mantenere un elevato grado di diversificazione settoriale limitando la concentrazione in singole realtà», spiega Tilotta. Che è positivo su diversi comparti. A partire dalle tlc. «Segnali positivi giungono innanzitutto dal settore delle telecomunicazioni, tornato alla ribalta dopo l'ingresso del fondo Elliott nel capitale di Telecom Italia. Il titolo Retelit, che pesa l'1,5% nel fondo AcomeA Italia, offre valutazioni attraenti con prospettive di crescita legate alla forte domanda di servizi



di comunicazione ad elevato valore aggiunto», dice il gestore. Temi interessanti possono nascere dalle società che concentrano maggiormente il loro business sul mercato domestico. «Qui, seguiamo con attenzione Gamenet, che rappresenta l'1,2% degli asset del fondo AcomeA Italia, società operante nel settore del gaming che ha esibito elevati flussi di cassa rispetto ai concorrenti e che sta adottando strategie di acquisizioni e integrazioni verticali a supporto della crescita», continua Tilotta.

Opportunità anche nel settore tech con la mid-cap Reply (3% sul fondo AcomeA Italia), «che mostra un'elevata diversificazione geografica con prospettive di espansione e maggiore penetrazione in nuovi mercati, ma anche valutazioni che non riflettono ancora il potenziale di crescita», afferma il money manager.

Tra le pmi che fanno del made in Italy il loro cavallo di battaglia, «guardiamo con interesse Clabo, società specializzata nella produzione e commercializzazione di vetrine espositive professionali, e particolarmente vivace in termini di esportazione verso i grandi mercati internazionali. Infine, valutiamo con interesse le

società quotate nel mercato Aim di Borsa italiana, che presentano un andamento poco correlato rispetto agli indici large e che possono fornire utilità in termini di diversificazione del portafoglio», conclude Tilotta.

Anche Marco Nascimbene, gestore del fondo Pir Fondersel Pmi raccomanda selettività. «Riteniamo molto importante un'attenta selezione dei titoli in base ai fondamentali delle singole società perché, se è vero che le valutazioni non sono esagerate, c'è meno spazio per una salita generalizzata. A nostro avviso gli investitori premieranno le società in grado di raggiungere gli obiettivi di crescita previsti, difendendo la marginalità in un contesto reso più difficile dal deprezzamento del dollaro e dall'aumento del costo delle materie prime».

Mentre Christian Solé, senior financial analyst di Candriam Investors Group, si concentra sulle mosse della Bce: «Riteniamo che il 2018 possa essere un anno rialzista per i mercati e per le small cap, ma l'imminente tapering europeo e il termine di una liquidità a basso costo potrebbero innescare una notevole volatilità con potenziali rischi macroeconomici, soprattutto per le società di

piccole dimensioni, in quanto la scarsa liquidità potrebbe intensificare le oscillazioni dei prezzi azionari. Ecco perché difendiamo l'importanza di rimanere focalizzati sugli investimenti in piccole società di alta qualità con bilanci solidi. Le small & mid cap hanno sovraperformato le large cap dai minimi del mercato registrati durante la crisi finanziaria del 2009».

**Conclude Angelo Meda, responsabile azionario Banor sim: «Le opportunità di acquisto esistono sempre, anche in mercati ribassisti. I temi da considerare per rintracciare le migliori opportunità sono principalmente il numero di small e mid cap da osservare (molte e diffuse o poche e selezionate), e la motivazione sottostante all'idea di investimento, che può essere la valutazione fondamentale, il trend di consolidamento, la crescita economica. Il mercato small/mid cap, in particolare, è caratterizzato da fasi di affollamento che, specialmente in quelle finali del rialzo, portano i titoli a valutazioni poco interessanti, e da fasi di disaffezione con società, anche di elevata qualità, poco seguite e che tornano a valutazioni molto interessanti».** (riproduzione riservata)

## A QUANTO AMMONTA IL BENEFICIO FISCALE

Confronto tra investimento in pir e non-pir con diversi scenari di rendimento

| Rendimento annuo | Valore Pir | Valore no-Pir | Differenza |
|------------------|------------|---------------|------------|
| ❖ 3%             | 72.081     | 53.340        | 18.741     |
| ❖ 3,50%          | 87.193     | 64.523        | 22.670     |
| ❖ 4%             | 103.362    | 76.488        | 26.874     |
| ❖ 4,50%          | 120.662    | 89.290        | 31.372     |
| ❖ 5%             | 139.173    | 102.988       | 36.185     |
| ❖ 5,50%          | 158.980    | 117.645       | 41.335     |
| ❖ 6%             | 180.174    | 133.329       | 46.845     |
| ❖ 6,50%          | 202.852    | 150.111       | 52.742     |
| ❖ 7%             | 227.119    | 168.068       | 59.051     |

Fonte: elaborazione della Fondazione nazionale dei Commercialisti

GRAFICA MEMILANO FINANZA



