

# «In Italia punto su Bpmn e Tim»

«Tra le small cap seguo società come Sol, Brembo, Fiera di Milano e Amplifon»

di Isabella Della Valle

**D**ottor Ricolfi, il caso-Parmalat, in apparenza così simile alla crisi della Cirio, aggrava ulteriormente il rischio di una definitiva perdita di credibilità da parte del mercato finanziario italiano agli occhi degli investitori internazionali. Che conclusioni ne trae? Come in norma avviene in Italia, ci si concentra sul caso singolo invece di cogliere la natura più generale del fenomeno. Dissisti societari che improvvisamente cancellano aziende con tradizioni industriali spesso antiche trovano terreno fertile in un sistema finanziario come il nostro, che non è regolato e gestito con l'obiettivo di promuovere il mercato, l'efficiente allocazione delle risorse e la concorrenza.

ma piuttosto con un approccio "amministrativo", teso a salvaguardare una sorta di "stabilità a tutti i costi" sino a sconfinare nell'impunità per chi operi nell'illegalità o, più semplicemente, si riveli un cattivo imprenditore. Le aziende fallite vengono salvate, le banche che, preda di gravi conflitti di interesse, erogano il credito in modo inefficiente non vengono sanzionate dalle regole della competizione, e, di conseguenza, regole di gestione e di governance, che a priori parrebbero adeguate, perdono di significato concreto. Paradossalmente, questa cultura della stabilità a ogni costo crea le condizioni ideali per forti instabilità, e così sarà finché in Italia continuerà a prevalere un capitalismo senza concorrenza.

La lezione di Enron è che spesso le crisi vanno gestite facendole scoppiare, e permettendo al sistema di ripulirsi. Da noi avviene l'opposto, e questi sono i risultati. Quanto al caso specifico, parlare ora è facile, e la portata del degrado non era immaginabile dall'esterno vista la poca chiarezza contabile, ma affermo con sicurezza che un investitore responsabile e attento ai numeri da molto tempo poteva percepire segnali più che sufficienti a escludere Parmalat dal novero delle società "investibili".

**Per esempio?**  
Le grandezze del conto economico, più influenzabili da chi presiede i bilanci, miglioravano o comunque mostravano di ben resistere alle avversità della congiuntura (il mito Ebitda che tanto eccita gli analisti, ad esempio, un numero in realtà fortemente artificioso, sul quale l'influenza di chi presenta i conti è molto alta). Ma l'unica variabile che, salvo truffe, non mente, e cioè la cassa, continuava a mostrare un andamento inspiegabile che mai avrebbe convinto un gestore prudente.

**Sofferimoci ora sulle valute. L'euro continua la sua corsa, ma se questa tendenza continuerà (qualcuno ha ipotizzato un cambio a 1,40), quali saranno le conseguenze per le Borse?**  
Premetto che devo ancora cono-

Chi è

Un allievo di Angelo Abbondio

■ **Nicola Ricolfi**, 42 anni, è un "discepolo" di Angelo Abbondio e pioniere della gestione di fondi di investimento in Italia. Ha lavorato ininterrottamente per 14 anni presso Euromobiliare, assunto da Guido Roberto Vitale, prima come analista finanziario e poi nell'intermediazione in Euromobiliare Sim, leader nella consulenza a istituzioni sulla Borsa italiana, tuttora guidata da Francesco Perilli. La maggior parte del lungo periodo in Euromobiliare Ricolfi l'ha però trascorsa come capo di Euromobiliare Asset Management e responsabile della gestione del risparmio per tutto il gruppo Credem. Tra i fondi gestiti direttamente da Ricolfi in quel periodo, Euromobiliare Azioni Italiane (tuttora il miglior fondo azionario italiano a 10 anni) ed Euromobiliare Risk, anch'esso ai vertici per risultati decennali. Nel 2001 ha lasciato Euromobiliare per fondare, insieme a Carlo Gentili, Alessandro Michalietti e Stefano Turba, Nextam Partners, società di gestione indipendente, presieduta da Gustavo Visentini con attivi in gestione superiori a 300 milioni di euro.



Disegno di Domenico Pisci



■ È ancora ben sostenuto il trend rialzista che ha permesso al Banco Popolare Verona e Novara di registrare un recupero superiore al 50% a partire dai minimi di gennaio a quota 9,05. Finché i prezzi si manterranno sopra i 12,8/13,00 €, si potrà assistere a un ulteriore allungo da parte dei prezzi potenzialmente in grado di scavalcare i record storici di quota 15 e farne segnare dei nuovi nei dintorni di area 16. La violazione dei citati supporti a 12,80/13,00 €, invece, farebbe suonare un primo campanello di allarme per il titolo, prolunga a un approfondimento del ribasso verso gli 11,5 €, sostegni al di sotto dei quali il suddetto trend ascendente verrebbe seriamente compromesso. A cura di Financial Trend Analysis

sioni degne di essere ascoltate sulla tendenza delle valute, sedicenti guru inclusi, e mi dichiaro quindi una volta incompetente a fare previsioni in merito. Ciò detto, osservo che l'euro ha esordito a 1,17 nel 1999, e oggi, a quasi 5 anni di distanza, è molto prossimo a quel livello. Nel frattempo, per fare solo un esempio banale, abbiamo visto il Dow Jones salire da 9mila a 12mila, scendere a 7mila e nuovamente risalire a 10mila. Oppure, il dollaro si è schiantato nel 2002 e le Borse sono crollate. Si è ulteriormente schiantato nel 2003 e le Borse sono risalite.

La mia conclusione, forse superficiale ma credo pragmatica, è che si tratta di un fattore alla lunga poco decisivo per le Borse, che, secondo me vivono di attese sugli utili aziendali e non di previsioni sulle valute. Vista la qualità di queste previsioni, direi che è una fortuna che sia così, con buona pace dei numerosi presunti esperti di valute.

**Che tipo di approccio avete nei con-**

«La nostra strategia ci porta a evitare i cicli, anche se ci ha fatto perdere una grande occasione come Merloni»

Il nostro incommensurabile orientamento alla gestione attiva, che è esaltato dalla nostra condizione di gestore indipendente che risponde unicamente ai propri clienti, ci sottrae alla logica della replica degli indici, tuttora prevalente, pur se solo di rado in modo trasparente, presso la grande maggioranza delle case di gestione. Quindi abbiamo un atteggiamento a priori costruttivo anche nei confronti delle società più piccole, sempre però nel rispetto di criteri di natura fondamentale che applichiamo sempre e comunque. Spiri-

co presenti negli indici ci ha dato un grande aiuto: limitandosi all'Italia, penso a investimenti passati come Safflo, o Autogrill, comprata quando era una piccola capitalizzazione, assenti dai grandi portafogli passivi, ma veri pilastri dei nostri fondi. Certamente, confrontandosi con società meno seguite esistono vincoli di liquidità e trasparenza che creano rischi addizionali: il ricordo dell'assurda operazione che nel 2002 distrusse un gioiello come Zignago brucia ancora, ad esempio. Ma se i presupposti fondamentali dell'investimento sono stati ben approfonditi, i ritorni per un investitore paziente possono essere significativi. Oggi in Italia tra le altre, seguiamo società come Sol, Brembo, Amplifon, Fiera di Milano, per citarne solo alcune.

**Qual è la vostra esposizione settoriale?**  
Non ragioniamo troppo in termini di settori, seguiamo piuttosto dei macro-trend, tendiamo a evitare i

«In Usa investiamo su Ge, Fannie Mae ed Exxon, in Europa su Glaxo, Lloyds, Vodafone e Sogen»

di bassa qualità, ad esempio. I cicli perché hanno una strutturale tendenza a sottoperformare vista la cattiva qualità dei loro utili; le ristrutturazioni perché nella maggior parte dei casi non riescono, e comunque si rivelano quasi mai a beneficio degli azionisti. I finanziari di bassa qualità perché sono una scommessa al buio, e la nostra accezione di investimento del risparmio altrui è parecchio diversa.

Come tutte le scelte di principio, transitoriamente anche queste hanno delle controindicazioni: per esempio, evitare di investire in settori ciclici ci ha fatto perdere un grande investimento come Merloni, o privilegiare finanziari di qualità di ha impedito, quest'anno, di partecipare al rimbalzo di Capitalia e Bnl. Ma, alla lunga, le poche opportunità perse attendendosi a questa disciplina, si ripagano ampiamente con le perdite, spesso pesantissime, evitate.

**Cosa pensate della Borsa giapponese?**

Un'altra scelta di principio: nei 10 anni della nostra esperienza in Euromobiliare e nei primi due del nostro progetto in Nextam Partners il Giappone è stato in sostanza cancellato dalla carta geografica. Anche quest'anno, nonostante l'abitudine riaccendersi, come periodicamente avviene, di speranze e illusioni sull'avvio di una durevole e affidabile fase di riforme, le azioni giapponesi hanno generato rendimenti in valuta locale semplicemente allineati alla media. Forse prima o poi queste riforme si faranno veramente, e anche in Giappone si potrà investire sulla base di criteri occidentali, ma parteciperemo solo avendo certezze ben superiori a quelle di oggi.

**Quali sono le società che a suo giudizio possono rappresentare delle buone opportunità di investimento?**

Negli Stati Uniti i nostri investimenti principali attualmente (ma in realtà è così da moltissimo tempo) si concentrano su Citigroup, General Electric, Fannie Mae ed Exxon. In Europa i nostri leader sono Ppc, Schering, Société Générale, Glaxo-SmithKline, Lloyds Tsb, Vodafone, Banco Popolare. In Italia citerei Banco Popolare di Verona, Tim, Unicredit, Autogrill, Telecom rnc, e, visto che abbiamo parlato di medie capitalizzazioni, Campari, il cui management si sta guadagnando una reputazione di disciplina e affidabilità che apprezzo molto. Lottomatica ed Hera. In generale, entriamo nel 2004 con la convinzione che l'atteggiamento speculativo che ha guidato le Borse per gran parte del 2003 sia giunto al termine, e che i portafogli debbano farsi ancor più concentrati e selettivi, privilegiando caratteristiche forse poco eccitanti ma essenziali quali l'affidabilità delle stime e della crescita, la generazione di cassa e possibilmente di dividendi, l'elevata redditività del capitale investito. Un quadro molto diverso da quello dell'anno che finisce, che, e ne siamo felici, tornerà a tener conto di