
25 anni e oltre: European Smaller Companies

Azioni europee | Luglio 2023



Francis Ellison

Gestore di portafoglio clienti, Azioni europee

- **Le società di dimensione più piccola tendono ad avere caratteristiche *growth* più che *value*: un aspetto chiave che le contraddistingue dalle *large cap***
- **Per anni l'Europa ha sottoperformato gli Stati Uniti, registrando tassi di crescita economica e dei profitti più bassi, ma ora ha cominciato a sovraperformare**
- **In oltre due decenni siamo divenuti uno dei maggiori gestori di *small cap* del mercato in termini di attivi gestiti**

Columbia Threadneedle Investments è conosciuta per gli investimenti in società *small cap* e ne siamo orgogliosi. Quest'anno in Europa la prima strategia da noi lanciata sul mercato, European Smaller Companies, ha festeggiato il suo 25° anniversario in grande stile: in due decenni e mezzo abbiamo messo a segno un rendimento di oltre il 2.450%, una cifra di gran lunga superiore al rendimento del benchmark del 650% (Figura 2)¹. Con una storia così brillante alle spalle riteniamo di essere ottimamente posizionati per rispondere ad alcune domande sull'attuale contesto:

Perché concentrarsi sulle società *small cap*?

Le società di minori dimensioni tendono a esibire caratteristiche *growth* più che *value*: un aspetto chiave che le contraddistingue dalle *large cap*. Questo è perché è più facile per un'azienda raddoppiare i profitti se i guadagni si attestano a un milione di euro piuttosto che a un miliardo di euro. In termini di stile, gli indici *small cap* presentano una maggiore correlazione con gli indici *growth* che con quelli *value*, data la maggiore ponderazione di settori quali quello

¹ Fonte: Columbia Threadneedle Investments e FactSet, dati al 31 marzo 2023. I rendimenti passati non sono una garanzia di risultati futuri.

tecnologico e della tecnologia medica rispetto ai tradizionali settori value come energia, servizi di pubblica utilità e banche.

In qualità di investitori, dobbiamo puntare sulla crescita per far sì che i rendimenti continuino ad aumentare: nel lungo periodo le quotazioni azionarie tendono a seguire utili e profitti, e profitti elevati spingono al rialzo il prezzo delle azioni. Nel breve periodo non è sempre così. Se i settori growth sono sopravvalutati, ossia quotano ad esempio a multipli prezzo/utigli eccessivi, potrebbe verificarsi una correzione. È quanto è avvenuto nel 2022, quando gli investitori hanno abbandonato i titoli growth a favore di quelli value, facendo scendere le valutazioni delle società growth e in particolare delle small cap.

Il principale motivo all'origine di tale sviluppo è stato il rialzo dei tassi, necessario per contrastare l'inflazione. Le pressioni inflazionistiche sono state innescate dalle strozzature lungo le catene di approvvigionamento e soprattutto dagli effetti della guerra in Ucraina: aumento dei prezzi energetici e carenze di alcuni generi alimentari di prima necessità. Pur risentendo dell'impatto di tali sviluppi in termini operativi e sul conto economico, le società growth sono state generalmente in grado di trasferire tali costi ai loro clienti.

Tuttavia l'impatto sulle valutazioni ha svolto un ruolo chiave ai fini della performance di mercato. L'aumento dei tassi d'interesse penalizza particolarmente le società che utilizzano modelli di cash-flow attualizzati (DCF) per valutare i rendimenti a lungo termine, i quali perdono valore quando sono scontati a un tasso più alto. Il mercato è di fatto costretto ad adottare un orientamento a più breve termine, non essendo più in grado di assegnare valutazioni elevate a modelli di business sostenibili a lungo termine con utili replicabili e prevedibili. La Figura 1 (sotto) mostra il crollo delle valutazioni delle small cap europee rispetto alle large cap europee.

Figura 1: In base ai multipli prezzo/utigli su base assoluta e relativa, le small cap europee sono nuovamente conveniente



Fonte: Bloomberg, giugno 2023

Perché l'Europa?

Per anni l'Europa ha sottoperformato gli Stati Uniti, registrando tassi di crescita economica e dei profitti più bassi. La regione si è dimostrata sensibile al ciclo economico e a influenze esterne negative: fluttuazioni del commercio globale, deglobalizzazione, pandemia di Covid e relativi lockdown e guerra in Ucraina. Il continente tuttavia ha cominciato a sovraperformare, registrando rendimenti superiori a quelli statunitensi nel 2022, e anche il 2023 è cominciato bene. Alcune di queste vulnerabilità potrebbero dimostrarsi vantaggiose, visto che con la riapertura della Cina è probabile che si assisterà a un aumento degli acquisti di beni di consumo europei da parte dei consumatori cinesi.

Molti temono che il mondo sia radicalmente mutato. Il conflitto in Ucraina e altre questioni hanno causato un forte aumento dell'inflazione e un inasprimento delle politiche monetarie. Come si sta comportando l'Europa nell'attuale contesto? La prima reazione è stata negativa. L'Ucraina è geograficamente vicina e l'Europa, in assenza di forniture energetiche sufficienti, ha dovuto emanciparsi dall'energia russa, un processo che ha comportato un aumento dei costi e delle spinte inflazionistiche superiore a quanto riscontrato altrove.

L'Europa è precipitata in una crisi del costo della vita e le imprese ad alta intensità energetica della regione hanno subito pressioni, soprattutto quelle con potere di prezzo limitato, impossibilitate a trasferire i costi aggiuntivi e i cui margini si sono assottigliati, e quelle con ricavi o utili ciclici. Il processo di emancipazione è tuttavia quasi terminato, con risultati ben superiori alle aspettative. I prezzi del gas e del petrolio hanno registrato un'inversione. È più probabile che un'eventuale ulteriore stretta inflazionistica sia causata dalla crescita dei salari, e i più alti tassi di occupazione si riscontrano negli Stati Uniti, non in Europa. La Federal Reserve potrebbe pertanto subire maggiori pressioni della Banca centrale europea (BCE).

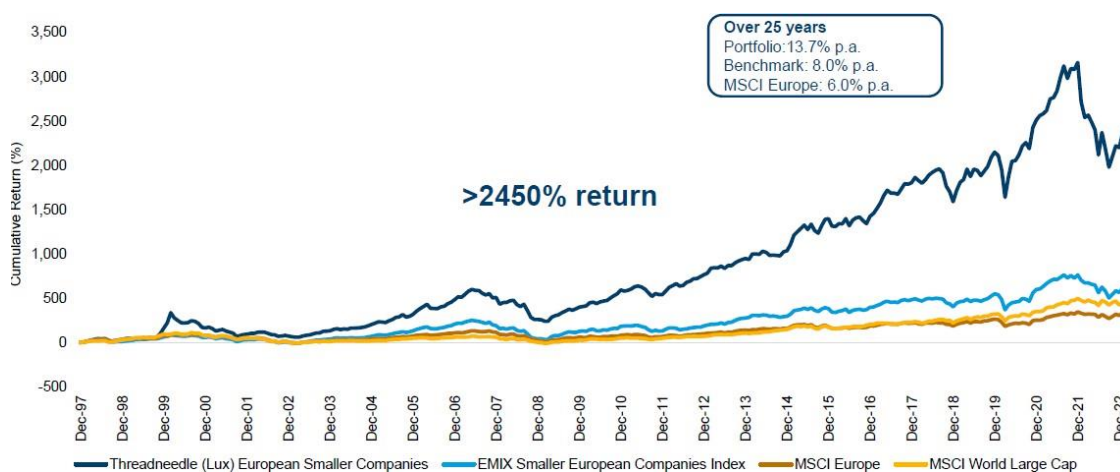
Perché scegliere Columbia Threadneedle per investire nelle società europee *small cap*?

Gli ottimi risultati ottenuti per i nostri clienti e un approccio coerente e dedicato sull'arco di oltre due decenni ci ha consentito di divenire uno dei maggiori gestori di *small cap* del mercato in termini di attivi gestiti. Non possiamo tuttavia negare che lo scorso anno le tendenze del mercato in termini di stili non sono state favorevoli. Crediamo che questo offra agli investitori a lungo termine un ottimo punto di ingresso: il nostro portafoglio e le società in cui investiamo sono decisamente più convenienti rispetto a 18 mesi fa! Il problema con cui abbiamo dovuto fare i conti sono stati i tassi d'interesse, che hanno spinto al ribasso le valutazioni; e quanto più alte erano le valutazioni, tanto maggiore è stata la correzione. Pertanto i nostri portafogli – giustamente più cari dell'indice, in quanto composti dai titoli delle migliori società – sono scesi più dell'indice.

Poniamo l'enfasi sulla qualità, preferendo le migliori tra le società europee. Perché questo approccio dovrebbe ora essere vincente? In un contesto di alta inflazione, il potere di prezzo svolge un ruolo cruciale. In un contesto di tassi d'interesse in aumento, è fondamentale puntare su bilanci più solidi e su utili in grado di reggere all'impatto degli oneri da interessi. In un mondo più verde, è necessario concentrarsi su prodotti e servizi rispettosi dell'ambiente. Per questo i fattori chiave della nostra ricerca sono divenuti ancora più importanti. Acquistiamo società ben

finanziate e sicure. Le nostre credenziali green poggiano sugli ottimi rating MSCI conferiti ai nostri fondi e sulla bassa impronta di carbonio. Inoltre, fondi come il nostro Threadneedle (Lux) European Smaller Companies Fund sono classificati come fondi Articolo 8 per gli investitori UE ai sensi del Regolamento europeo relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR).

Figura 2: Strategia European Smaller Companies: sovraperformance rispetto ai principali indici



Fonte: Columbia Threadneedle Investments e FactSet, dati al 31 marzo 2023. >2.450% si riferisce ai rendimenti cumulati dal lancio; le cifre relative al periodo di 25 anni sono annualizzate. I rendimenti passati non sono una garanzia di risultati futuri. Tutti i dati sono su base geometrica e sono espressi in EUR. I rendimenti dei fondi al lordo delle commissioni si basano sui tassi di rendimento ponderati nel tempo al netto di commissioni, costi di transazione e imposte non recuperabili su dividendi, interessi e plusvalenze usando l'ultimo prezzo negoziato degli investimenti o la valutazione basata sull'offerta. I flussi di cassa sono calcolati alla fine della giornata e non includono le commissioni di entrata e di uscita. I rendimenti dell'indice comprendono le plusvalenze e presuppongono il reinvestimento del reddito. L'indice non include commissioni o spese e non è possibile investirvi direttamente. Il rendimento del vostro investimento può variare a seguito di fluttuazioni valutarie qualora il vostro investimento sia effettuato in una valuta diversa da quella utilizzata nel calcolo dei risultati passati. I dati si riferiscono a un conto rappresentativo. A scopo puramente informativo. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione di acquisto o di vendita. Data di lancio: 10 novembre 1997.

Cosa ci riserva il futuro?

Nel 2022 si è assistito a un rally dei titoli value a scapito delle azioni growth, ma nel 2023 questa dinamica ha esibito un parziale ribaltamento. Il rendimento totale dell'MSCI Small Cap Index è pertanto sceso del -23,3% nei sei mesi conclusi alla fine di giugno 2022, a fronte di un calo del -13,4% per l'MSCI Europe Index². Il principale settore in territorio positivo in entrambi gli indici è stato quello dell'energia, composto da un numero quasi doppio di large cap rispetto alle small cap. Tale periodo è stato per noi il più penalizzante in termini di performance relativa.

Il problema tuttavia è legato maggiormente alle metodologie di valutazione. Nell'immediato futuro ci attendiamo un contesto più favorevole. In primo luogo, l'impatto dei rialzi dei tassi d'interesse potrebbe consistere in una correzione isolata delle valutazioni, per lo più già avvenuta. Ci stiamo abituando al fatto che il denaro a costo zero, per quanto piacevole, non era sostenibile; ciò non significa tuttavia che in futuro i tassi saliranno necessariamente alle stelle. Nel lungo periodo, le valutazioni seguono gli utili, e le azioni growth, che per definizione esibiscono una crescita più rapida degli utili, hanno risentito del calo di valore dei rispettivi utili in crescita.

² Factset, a giugno 2023

Ravvisiamo possibilmente anche un altro motivo di ottimismo, se non altro in termini relativi. Molti osservatori ritengono che siamo prossimi a una recessione globale, previsione confermata anche dalle nostre analisi e riflessioni macroeconomiche. In una recessione, i modelli di business più rischiosi, meno stabili e più ciclici tendono a essere particolarmente penalizzati. I modelli growth, caratterizzati da rendimenti più sostenibili e da una minore esposizione al ciclo economico, generalmente mostrano una migliore tenuta, per cui i relativi utili potrebbero riflettersi in valutazioni più elevate.

Le prospettive dei titoli growth potrebbero quindi tornare a essere più appetibili, il che favorirà le società più piccole, maggiormente orientate allo stile growth rispetto alle aziende di maggiori dimensioni. Il nostro approccio è probabilmente più aggressivo di quello dell'indice. Il nostro massiccio ricorso alle Cinque Forze di Porter e la nostra enfasi sul potere di prezzo, sui fossati economici e su modelli di business di elevata qualità dimostrano che il nostro orientamento growth è ancora più marcato di quello dell'indice small cap. Sebbene questo si sia purtroppo tradotto, non sorprendentemente, in rendimenti relativi deludenti nel 2022, un'inversione di queste tendenze, innescata dalla fine della rotazione verso i titoli value e dalla consapevolezza che la recessione minaccia i modelli di business più fragili, potrebbe rivelarsi positiva per noi.

Lo stesso può dirsi del recente aumento dell'inflazione e del suo impatto sul mercato. L'aumento dell'inflazione ha creato turbolenze nel breve periodo, danneggiando economie e alcuni modelli di business. È una delle cause principali dell'aumento dei tassi d'interesse. Inciderà in misura più negativa sui titoli value che su quelli growth, soprattutto considerando il tipo di titoli growth da noi detenuti.

La nostra lunga enfasi sul potere di prezzo e i suoi vantaggi è ancora più importante nell'attuale contesto macroeconomico. Le aziende che ne dispongono possono trasferire senza grandi problemi eventuali aumenti dei costi delle materie prime e delle spese di produzione ai propri clienti. I titoli value che non sono in grado di fare altrettanto (aumentando i prezzi) ridurranno i propri margini, subendo al contempo l'impatto negativo del rialzo dei tassi d'interesse.

Infine, il mercato delle small cap ha già affrontato in passato contesti simili superandoli con successo. Nel 2013, il rally dei titoli value fu innescato dalla promessa della BCE di "fare tutto il possibile" per sostenere l'euro. Nel 2016, i titoli value misero le ali sulla scia della Brexit e delle aspettative di ripresa dell'economia dopo la sorprendente elezione di Donald Trump alla Casa Bianca. In entrambe le occasioni, il rally si è esaurito presto e la nostra performance relativa ha ripreso quota.

Questa volta la rotazione è stata più violenta, ma le probabilità di una recessione e il conseguente, rinnovato interesse per i modelli di business di alta qualità fanno prevedere che avrà vita breve. Nel 1° trimestre si è già assistito a un ritorno verso la qualità e a una riduzione della nostra sottoperformance.

Threadneedle Europe ex UK Small Cap Composite

GIPS Report

Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC

Reporting Currency: USD

Statement of Performance Results

Calendar Year	Gross-of-fees Return (%)	Net-of-fees Return (%)	Index Return (%)	Composite 3-Yr St Dev (%)	Index 3-Yr St Dev (%)	Internal Dispersion (%)	Number of Portfolios	Total Composite Assets (mil.)	Total Firm Assets (bil.)
2022	-33.98	-34.55	-26.40	26.03	26.52	N.A.	≤ 5	1,847.9	114.86
2021	16.00	15.03	14.33	20.13	22.26	N.A.	≤ 5	3,217.0	161.32
2020	26.50	25.87	22.68	21.17	22.95	N.A.	≤ 5	3,004.3	149.82
2019	30.73	30.09	25.47	13.87	13.30	N.A.	≤ 5	2,762.0	140.52
2018	-15.44	-15.87	-17.79	14.10	14.51	N.A.	≤ 5	2,447.4	121.83
2017	42.23	41.54	34.97	13.11	13.50	N.A.	≤ 5	3,049.1	147.49
2016	-1.25	-1.74	3.38	13.88	14.64	N.A.	≤ 5	1,868.5	130.04
2015	18.33	17.75	10.80	12.12	14.53	N.A.	≤ 5	2,051.8	141.34
2014	-4.75	-5.22	-7.63	13.19	17.36	N.A.	≤ 5	1,622.5	148.22
2013	26.58	25.96	40.07	16.49	21.84	N.A.	≤ 5	2,268.8	147.97

Annualised Trailing Performance as of 31 December 2022

Period	Gross-of-fees Return (%)	Net-of-fees Return (%)	Index Return (%)
1 Year	-33.98	-34.55	-26.40
5 Years	1.38	0.73	1.27
10 Years	7.93	7.32	7.85
Inception	10.14	9.56	6.98

Inception Date: 31 December 1999

1. Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC ("la Società") dichiara di essere conforme ai Global Investment Performance Standards (GIPS®) e ha redatto e presentato questa relazione in conformità agli Standard GIPS. Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC è stata sottoposta a revisione indipendente da Ernst & Young LLP per i periodi compresi tra il 1° gennaio 2000 e il 31 dicembre 2021. Le relazioni dei revisori sono disponibili su richiesta. Un'azienda che dichiara di essere conforme agli standard GIPS deve implementare politiche e procedure finalizzate all'osservanza di tutti i requisiti applicabili previsti dagli standard GIPS. La revisione verifica che le politiche e le procedure aziendali relative al mantenimento del composite e dei fondi collettivi, nonché al calcolo, alla presentazione e alla distribuzione della performance, siano state definite nel rispetto degli standard GIPS e che siano state implementate a livello di azienda. La revisione non garantisce l'accuratezza della presentazione di una specifica relazione sulla performance. GIPS® è un marchio registrato del CFA Institute. Il CFA Institute non promuove questa organizzazione né garantisce l'accuratezza o la qualità del contenuto del presente materiale.

2. Per "Società" si intendono tutti i portafogli gestiti da Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC (nota come Threadneedle Asset Management anteriormente al 1° gennaio 2021), che comprende Threadneedle Asset Management Limited (TAML), Threadneedle International Limited (TINTL), Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited (TIS) e Threadneedle Management Luxembourg S.A. (TMSLA), esclusi i portafogli immobiliari investiti direttamente. La definizione di Società è stata ampliata nel 2015 per includere i portafogli gestiti dalle nuove affiliate di Threadneedle Asset Management a Singapore. TAML e TINTL sono autorizzate e regolamentate nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority (FCA). TINTL è inoltre registrata in qualità di consulente per gli investimenti presso la U.S. Securities and Exchange Commission e in qualità di Commodities Trading Advisor (consulente per la negoziazione di materie prime) presso la U.S. Commodity Futures Trading Commission. TIS è regolamentata a Singapore dalla Monetary Authority of Singapore. TMSLA è autorizzata e regolamentata in Lussemburgo dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). In data 1° luglio 2020 Threadneedle Asset Management Malaysia Sdn. Bhd (TAMM) è stata rimossa dalla Società. Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle. A partire dal 30 marzo 2015 il gruppo di società di Columbia e Threadneedle, costituito da molteplici imprese distinte e separate conformi agli standard GIPS, ha cominciato a utilizzare il marchio globale Columbia Threadneedle Investments.

3. La strategia investe in azioni di società che hanno sede o che svolgono una parte significativa della propria attività nell'Europa continentale. Le società in cui investe la strategia (al momento dell'acquisto) generalmente non comprendono le 300 maggiori società europee (misurate in base alla capitalizzazione di mercato del flottante libero). Gli strumenti derivati possono essere utilizzati con finalità di efficiente gestione del portafoglio e di gestione valutaria. L'impiego primario di derivati non è finalizzato alla creazione di posizioni d'investimento con elevata leva finanziaria. Il composite è stato creato il 30 giugno 2006.

4. I rendimenti al lordo delle commissioni sono tassi di rendimento ponderati per il periodo di riferimento, con flussi di cassa calcolati alla fine della giornata. I rendimenti riflettono il reinvestimento dei dividendi e di altri proventi, al netto delle spese e di altri costi di transazione. I rendimenti dei composite sono calcolati utilizzando i rendimenti mensili e le ponderazioni sottostanti dei portafogli all'inizio del periodo. I rendimenti periodici sono collegati geometricamente per calcolare i rendimenti di lungo periodo. I rendimenti al netto delle commissioni sono calcolati deducendo la commissione rappresentativa dal rendimento mensile lordo. Prima del 30 settembre 2022, i rendimenti lordi erano calcolati utilizzando le valutazioni approvate giornaliere alla chiusura globale e i flussi di cassa all'inizio della giornata, ed erano presentati al lordo delle commissioni di gestione e di custodia ma al netto delle spese di negoziazione. Le politiche per la valutazione degli investimenti, per il calcolo della performance e per la preparazione delle presentazioni GIPS, nonché gli elenchi delle descrizioni del composite, delle descrizioni dei fondi collettivi e della distribuzione più ampia dei fondi collettivi sono disponibili su richiesta.

5. La dispersione dei rendimenti annui è misurata dalla deviazione standard equiponderata dei rendimenti dei portafogli rappresentati all'interno del composite per l'intero anno. La dispersione è riportata solo nei casi in cui sono presenti sei o più portafogli durante l'intero periodo di riferimento. La deviazione standard non viene riportata se non sono disponibili dati sui rendimenti mensili relativi ad almeno 36 mesi.

6. La deviazione standard ex-post annualizzata su tre anni misura la variabilità dei rendimenti del composite e del benchmark, al lordo delle commissioni, nel precedente periodo di 36 mesi.

7. La struttura commissionale che segue rappresenta la struttura commissionale di riferimento attualmente utilizzata per i clienti istituzionali che richiedono servizi di gestione degli investimenti nella strategia designata: 0,85% sui primi GBP 50 milioni; 0,75% sui successivi GBP 100 milioni; 0,65% sui successivi GBP 350 milioni; 0,6% sull'importo restante. Le informazioni sulla performance al lordo delle commissioni non riflettono la deduzione delle commissioni di gestione. La dichiarazione che segue dimostra, con un esempio ipotetico, l'effetto composto delle commissioni sul rendimento di un investimento: Se il tasso di rendimento annuo di un portafoglio è pari al 10% per 5 anni e la commissione di gestione annua è pari a 85 punti base, il rendimento lordo totale a 5 anni ammonterebbe al 61,1% a fronte di un rendimento a 5 anni al netto delle commissioni pari al 54,3%.

8. Il benchmark del composite è l'EMIX Smaller European Companies Ex UK Index dal 3 ottobre (SSB Europe Extended Index (£) prima di tale data); la modifica è dovuta al fatto che l'EMIX Smaller European Companies ex UK Index rifletteva meglio l'approccio d'investimento della strategia. La serie di indici EMIX Smaller European comprende le società di minori dimensioni delle economie europee sviluppate (Regno Unito escluso). Le società sono selezionate in base alle dimensioni e alla liquidità, assicurando che le società più piccole non presentino una liquidità inferiore a quelle più grandi e meno liquide. I rendimenti degli indici riflettono il reinvestimento dei dividendi e di altri proventi e non sono coperti dalla relazione dei revisori indipendenti.

9. I rendimenti passati non sono una garanzia di risultati futuri ed è possibile una perdita di valore. Non vi sono garanzie che l'obiettivo d'investimento venga raggiunto o che le aspettative di rendimento siano realizzate. Si dovrebbe prestare attenzione nel confrontare questi risultati con quelli pubblicati da altri consulenti per gli investimenti, altri veicoli d'investimento e indici non gestiti a causa di possibili differenze nei metodi di calcolo.

10. Prima del 31 marzo 2022 il composite era denominato Threadneedle Europe ex UK Eq Small Co Composite. La modifica ha riguardato solo la denominazione.



Disclaimer

AVVERTENZE. RISERVATO A INVESTITORI PROFESSIONALI (non utilizzare o trasmettere a terze parti). Per scopi di marketing.

Il capitale è a rischio. Il presente materiale non costituisce un'offerta, una sollecitazione, una consulenza o una raccomandazione d'investimento. Questa comunicazione è valida alla data di pubblicazione e può essere soggetta a modifiche senza preavviso. Le informazioni provenienti da fonti esterne sono considerate attendibili ma non esiste alcuna garanzia in merito alla loro precisione o completezza. I parametri d'investimento effettivi vengono concordati e indicati nel prospetto informativo o nel contratto di gestione degli investimenti. Il presente documento contiene strategie gestite da Threadneedle Asset Management Limited (TAML), una società autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Per il SEE: TAML fornisce servizi di sub-consulenza a Threadneedle Management Luxembourg S.A. per i conti a gestione discrezionale. Pubblicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A. Registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo.

Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.