

AZIONI GLOBALI

LA CORSA ALL'ORO DELL'AI: SCOPRIRE LE PEPITE DELLA CRESCITA DI QUALITÀ



Alexandre Narboni

Analista / Gestore di portafoglio



Laure Négier, CFA

Analista / Gestore di portafoglio



Zak Smerczak, CFA

Analista / Gestore di portafoglio



- Proprio come i minatori della corsa all'oro avevano bisogno di strumenti, le applicazioni e i modelli di intelligenza artificiale (AI) hanno bisogno di infrastrutture. La nostra strategia Comgest Global Equity cerca queste essenziali aziende, privilegiando quelle con elevate barriere all'ingresso e un forte potere di determinazione dei prezzi.
- Negli ultimi due anni, la "corsa all'oro" dell'IA ha portato l'indice MSCI World a concentrarsi in titoli legati all'IA
- Tendiamo a evitare di investire in modelli e software di IA generativa in fase iniziale a causa dei timori legati all'intensa concorrenza o alla potenziale standardizzazione.

Nel 1848, il colono svizzero-tedesco John Sutter trovò l'oro a Sacramento, in California, scatenando una corsa frenetica di cacciatori di fortuna e l'inizio della corsa all'oro. Nel 1852, circa 300.000 persone, tra cui industriali, ingegneri ed esploratori, migrarono in California per trarne profitto.¹



Fonte: Getty Images

Oggi, un'analogia ondata di interesse commerciale per l'IA ha conquistato i mercati globali. I recenti progressi dell'IA sono stati guidati da un enorme aumento della potenza di calcolo grazie ai miglioramenti dei chip e della tecnologia dei computer. Le aziende di tutto il mondo stanno correndo per integrare l'IA nei loro modelli di business per aumentare l'efficienza, ridurre i costi e promuovere l'innovazione.

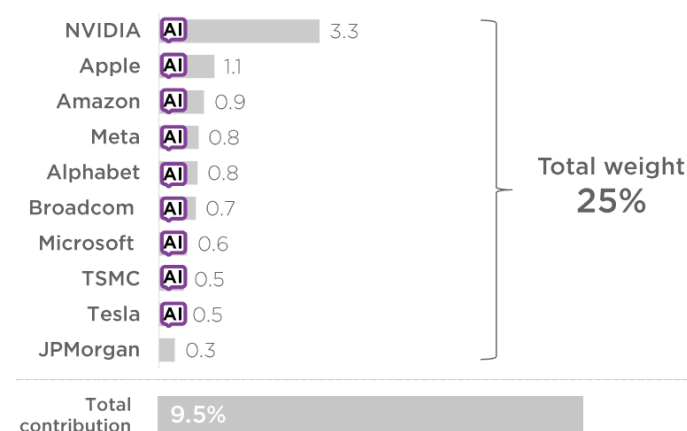
IL PAESE DEI BALOCCHI DELL'IA GUIDA LA CONCENTRAZIONE DEL MERCATO

Come per l'oro nel 19th secolo, l'IA sta rapidamente diventando una risorsa strategica per aziende e governi. Il potere geopolitico, militare ed economico è sempre più strettamente associato ai chip per computer, alla produzione di semiconduttori e alla catena di fornitura dell'IA.² L'entusiasmo degli investitori per i titoli dell'IA ha seguito l'esempio.

¹ "La California come l'ho vista io: Narrazioni in prima persona dei primi anni della California, dal 1849 al 1900". Biblioteca del Congresso. Accesso al 12-feb-2025.

² Miller, Chirs. Chip War: La lotta per la tecnologia più importante del mondo. New York, New York: Scribner, 2022.

Figura 1. MSCI ACWI - Top 10 Contributori - 2024 (% USD)



Fonte: Dati finanziari e Comgest/FactSetanalisi di , salvo diversa indicazione. Dati al 31-dic-2024 espressi in USD.

Negli ultimi anni, il mercato azionario globale si è concentrato sempre più su pochi titoli dell'IA. Otto dei dieci principali contributori dell'indice MSCI AC World (MSCI ACWI) nel 2024 sono titoli americani legati all'intelligenza artificiale, come mostrato nella figura 1. Comgest, in qualità di stock picker attivo, ritiene che questa concentrazione di titoli legati all'IA sollevi preoccupazioni sulla diversificazione e sul potenziale guadagno a lungo termine di questi titoli di punta.

La nostra strategia Global Equity Comgest si concentra sull'individuazione di società che detengono quote di mercato significative in un'ampia gamma di settori, tra cui la sanità e i servizi di dati essenziali. Guardiamo oltre gli indici e miriamo a costruire il nostro portafoglio con società che potenzialmente possono esibire solidi vantaggi competitivi, forti barriere all'ingresso e un sostanziale potere di

determinazione dei prezzi. In base alla nostra esperienza, questi fattori possono contribuire a posizionare una società in modo da ottenere una crescita sostenibile degli utili nel lungo periodo.

L'OPPORTUNITÀ DI INVESTIRE IN "PALE E PICCONI"

La corsa all'oro in California e il boom dell'IA presentano diverse analogie: entrambe scatenano ondate di paura e opportunità. Spesso romanizzata attraverso i racconti dei "forty-niners", la corsa all'oro vide avventurieri di tutto il mondo affluire in California alla ricerca dell'oro. Tuttavia, i veri motori della corsa all'oro - la sua catena di approvvigionamento e le economie di scala, tra cui treni, vagoni, porti e macchine minerarie idrauliche - sono spesso trascurati. Senza strumenti essenziali come pale e picconi, la corsa all'oro non sarebbe mai avvenuta.

Allo stesso modo, nella corsa all'oro dell'IA, riteniamo che ci sia stata una tendenza a concentrarsi sui prodotti finali piuttosto che sulle varie fasi della catena del valore dell'IA globale (come mostrato nella figura 2). Proprio come le pale e i picconi sono stati usati per cercare l'oro, i produttori di microchip, i data center e gli sviluppatori sono fondamentali per la creazione di modelli di IA. Per questo motivo, tendiamo a evitare quelle sezioni della catena del valore dell'IA in cui le aziende sono in corsa per dominare un piccolo segmento di mercato. Dal nostro punto di vista, i vincitori finali in queste sezioni del mercato non sono chiari a causa della rapida innovazione e della disruption del settore. Tra queste figurano i modelli fondativi, di cui OpenAI è stato il pioniere e che sono stati rapidamente seguiti da start-up come DeepSeek, Mistral e Anthropic. Queste aziende rappresentano solo una piccola parte del mercato complessivo dell'IA. Allo stesso tempo, le grandi aziende di software storiche che stanno investendo nell'IA rischiano di essere danneggiate da queste aziende più giovani. In questa fase, riteniamo che sia ancora troppo presto per stabilire se un modello di IA o più modelli emergeranno come leader in futuro.

Figura 2. Le fasi della catena del valore dell'IA



Fonte: Comgest

SCALFIRE LA CONCORRENZA



La strategia Global Equity di Comgest ha investito per la prima volta in **Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC)**, il più grande produttore di microchip al mondo, nel 2007, quando la corsa alla creazione di chip per computer più piccoli e più sofisticati stava aumentando rapidamente ed era concentrata sulla produzione di chip progettati da sviluppatori. Sin dalla sua creazione nel 1987, TSMC si è concentrata sulla produzione di chip progettati da sviluppatori come **Apple**. Questo modello commerciale mirato di fonderia ha permesso a TSMC di stabilire forti legami con i progettisti di chip, di ridurre i costi, di ottimizzare il processo produttivo e di guadagnare quote di mercato.

La spesa in conto capitale e la tecnologia necessaria per produrre la generazione più avanzata di chip sono diventate barriere formidabili per i nuovi operatori che tentano di scalzare dalla TSMC leadership di mercato. Oggi TSMC produce la maggior parte dei chip all'avanguardia per l'esecuzione di carichi di lavoro AI, compresi quelli progettati da **Nvidia**, **Arm** e **Broadcom**.³ Nonostante la crescente domanda, le ampie attività di fonderia di TSMC hanno costantemente generato un flusso di cassa positivo, che ha permesso di reinvestire e di crescere organicamente.

AFFINARE L'IA LUNGO TUTTA LA CATENA DEL VALORE



Con la proliferazione dei dati a livello globale, Microsoft è in grado di fornire servizi lungo tutta la catena del valore dell'IA, compreso il supporto alle aziende con applicazioni front-end e infrastrutture di back-office.⁴ L'ampio portafoglio di **Microsoft**, che comprende strumenti di produttività, reti informatiche, giochi e realtà virtuale, ha favorito relazioni a lungo termine con i clienti.⁵

Lo spazio dell'infrastruttura AI è molto consolidato, con tre aziende hyperscaler dominanti⁶, tra cui **Microsoft**, **Amazon** e **Alphabet** (la società madre di Google). Microsoft ha intrapreso iniziative per integrare modelli avanzati nei suoi software e servizi cloud, in particolare attraverso la partnership con OpenAI.⁷ A gennaio 2025, Azure ha registrato una crescita dei ricavi su base annua, con i servizi di IA che hanno segnato un aumento del 157% su base annua del 31%.⁴ A causa delle ingenti spese in conto capitale sostenute dagli hyperscaler nei data center, vi è un'incertezza a breve termine per quanto riguarda il ritorno sul capitale. Tuttavia, riteniamo che la crescita e i rendimenti saranno potenzialmente significativi nel lungo periodo, date le elevate barriere all'ingresso nel settore.

³ Relazione annuale TSMC 2023

⁴ [Relazione annuale Microsoft 2024](#)

⁵ [Relazione annuale Microsoft 2024](#)

⁶ Gli iperscaler sono centri dati su larga scala, supportati da aziende tecnologiche leader, che forniscono ai clienti l'accesso a servizi e infrastrutture di cloud computing.

⁷ [Relazione annuale Microsoft 2024](#)



ALLA RICERCA DI DATI DI QUALITÀ

L'impennata nello sviluppo dell'IA ha aumentato la domanda di dati di alta qualità, poiché dati incompleti o imprecisi possono portare a costosi malfunzionamenti dell'IA.⁸ **Intuit**, specializzata in software fiscali e finanziari, sta utilizzando i progressi dell'IA per perfezionare ulteriormente i propri prodotti.⁹ TurboTax, il software per la preparazione delle tasse di punta dell'azienda, è diventato un punto fermo sia per i clienti privati che per quelli professionali negli Stati Uniti.¹⁰

Sebbene Intuit non sia tra le aziende di infrastrutture per l'IA presentate nella nostra strategia, l'azienda possiede un vantaggio competitivo nella corsa all'oro dell'IA: decenni di dati di qualità. Ci sono diverse startup nello spazio degli sviluppatori di software, ma gli sviluppatori storici come Intuit hanno stabilito barriere all'ingresso radicate nelle relazioni con i clienti di lunga data e in ampi archivi di dati di qualità.¹¹

OLTRE LA CORSA ALL'ORO: MANTENERE UN KIT DI STRUMENTI VERSATILE

Comgest si propone di guardare oltre l'euforia associata alla corsa all'oro dell'IA. Man mano che la tecnologia IA diventa più facilmente disponibile, crediamo che ci saranno meno distinzioni tra i modelli fondamentali. Pertanto, intendiamo concentrarci sulle aziende che assomigliano alle pale e ai piccioni dell'ultima corsa all'oro: i produttori.

Sebbene la nostra strategia Comgest Global Equity includa una selezione di titoli AI, non ci limitiamo a un singolo tema, settore o geografia. Riconosciamo che l'IA è ancora in evoluzione e che gran parte del suo potenziale deve ancora essere realizzato. Data la natura ciclica degli investimenti nell'IA e l'attuale concentrazione del mercato azionario, preferiamo investire in quelle che consideriamo società di crescita di qualità in una varietà di settori, come la sanità e i servizi di dati critici, con visibilità a lungo termine. Avvalendoci di quasi 40 anni di esperienza nel settore degli investimenti, il nostro obiettivo è costruire portafogli resilienti in grado di garantire una crescita sostenibile degli utili nel lungo periodo, indipendentemente dalle condizioni di mercato.

⁸ Weise, Karen e Cade Metz. "[Quando i chatbot dell'intelligenza artificiale hanno le allucinazioni](#)". *The New York Times*, 1-maggio-2023.

⁹ "[La nostra strategia](#)". Intuit. Accesso al 7-mar-2025.

¹⁰ Yuk, Pan Kwan. "[Il boom dell'intelligenza artificiale può persino lavorare sulle vostre tasse](#)". *Financial Times*, 22-apr-2024.

¹¹ Melendez, Steven. "[Nell'era dell'intelligenza artificiale, i dati sono oro e queste aziende si stanno arricchendo](#)". *Fast Company*, 1-lug-2024

RISCHI PRINCIPALI

- L'investimento comporta dei rischi, compresa la possibile perdita di capitale.
- Il valore di tutti gli investimenti e del reddito da questi derivante è soggetto a oscillazioni al ribasso e al rialzo.
- Le variazioni dei tassi di cambio possono avere un impatto negativo sia sul valore dell'investimento, sia sul livello di reddito percepito.
- I portafogli Comgest investono in un numero limitato di titoli e, pertanto, possono comportare rischi più elevati rispetto ai portafogli con una maggiore diversificazione degli investimenti.

**Alexandre Narboni - Analista / Gestore di portafoglio**

Alexandre Narboni si è unito a Comgest nel 2009. È analista e gestore specializzato nell'azionario globale e membro del Comitato di Investimento del Gruppo Comgest.

È anche responsabile dello sviluppo e della supervisione delle strategie Flex di Comgest, la prima strategia di investimento dell'azienda a impiegare tecniche di copertura con l'obiettivo di ridurre volatilità e perdite. Prima di entrare in Comgest ha lavorato a New York presso Société Générale nell'ambito della cartolarizzazione dei crediti dal 2005 al 2007 e, successivamente, per HSBC come analista del credito di fondi speculativi.

Alexandre si è laureato presso la ENSAE (Scuola Nazionale di Statistica e Amministrazione Economica, Parigi) e possiede un master in Matematica finanziaria, ottenuto presso la Columbia University.

**Laure Négier, CFA - Analista / Gestore di portafoglio**

Laure Négier è entrata in Comgest nel 2010 come analista e portfolio manager specializzata nell'azionario statunitense. È anche un membro non esecutivo del Comitato dei Partners e responsabile del team azionario globale.

Laure collabora alla gestione della strategia Global e EAFE (Global ex-US) e a diversi mandati. Prima di approdare in Comgest ha lavorato per BNP Paribas Equities & Derivatives a Parigi e Londra e prima ancora ha ricoperto varie posizioni presso il governo degli Stati Uniti.

Laure si è laureata alla Stanford University, dove ha conseguito una laurea in Public Policy con la menzione speciale Phi Beta Kappa, e successivamente ha ottenuto un diploma di laurea all'HEC di Parigi. Laure è CFA® charterholder.

**Zak Smerczak, CFA - Analista / Gestore di portafoglio**

Zak Smerczak è entrato in Comgest nel 2016 ed è un analista e gestore specializzato nel mercato azionario globale e membro del Comitato di Investimento del Gruppo Comgest.

Zak ha iniziato la sua carriera nel 2006 presso Deloitte a Londra, inizialmente in Assurance & Advisory Services, prima di passare a Transaction Services dove era responsabile della due diligence operativa e finanziaria. Nel 2011, Zak è entrato in Mirabaud Asset Management dove ha lavorato come analista azionario globale. Nel 2015 è passato a Polar Capital Holdings, dove ha ricoperto la posizione di analista / portfolio manager per la global multi-asset income strategy.

Zak ha una laurea con lode in Finanza dell'università di Cape Town. È CFA® charterholder ed è membro dell'Institute of Chartered Accountants of Scotland dal 2009.

RISERVATO ESCLUSIVAMENTE AGLI INVESTITORI PROFESSIONALI**Informazioni importanti**

Il presente documento è rivolto soltanto agli investitori professionali/qualificati ed è a loro riservato.

Il presente documento non costituisce una consulenza di investimento

Il presente commento ha scopo meramente informativo e non costituisce una consulenza in materia di investimenti. Non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto o un'offerta di vendita di un titolo. Non prende in considerazione gli obiettivi di investimento, le strategie, la situazione fiscale o l'orizzonte di investimento di un determinato investitore. È da considerarsi incompleto senza le informazioni fornite a voce dai rappresentanti di Comgest.

Il presente documento non è una raccomandazione di investimento

Nessuna citazione di specifiche società deve essere considerata una raccomandazione di acquisto o vendita di un particolare titolo o investimento. Le società citate non rappresentano tutti gli investimenti passati. Non si deve presumere che gli investimenti citati siano stati o saranno redditizi, né che le raccomandazioni o le decisioni adottate in futuro saranno redditizie.

Comgest non fornisce consulenza fiscale o legale ai propri clienti e tutti gli investitori sono vivamente invitati a rivolgersi ai propri consulenti fiscali o legali in merito a qualsiasi potenziale investimento.

Il presente documento non è una ricerca in materia di investimenti

Le informazioni contenute nella presente comunicazione non consistono in una "ricerca in materia di investimenti" e sono classificate come "comunicazione di marketing" ai sensi della direttiva MIFID II. Ciò significa che la presente comunicazione di marketing (a) non è stata redatta in conformità ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e (b) non è soggetta ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Esclusione di responsabilità riguardo ai risultati

I rendimenti storici non sono indicatori affidabili dei risultati futuri. Le affermazioni prospettiche, i dati o le previsioni possono non avverarsi.

Esclusione di responsabilità relativa a marchi e indici

I nomi dei prodotti, i nomi delle aziende e i loghi qui citati sono marchi o marchi registrati dei rispettivi proprietari.

Informazioni fornite con riserva di modifiche senza preavviso

I pareri e le stime riportati sono forniti sulla base del nostro giudizio alla data di pubblicazione del presente commento e sono soggetti a modifiche senza preavviso. Le partecipazioni in portafoglio alle quali il presente documento si riferisce potrebbero non essere detenute al momento del ricevimento della presente pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

Limitazioni all'uso delle informazioni

Il presente commento e le informazioni ivi contenute non possono essere riprodotti (in tutto o in parte), ripubblicati, distribuiti, trasmessi, visualizzati o altrimenti sfruttati in alcun modo da terzi senza il previo consenso scritto di Comgest.

Limitazione di responsabilità

Alcune informazioni contenute nel presente commento sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma non può esserne garantita l'accuratezza. Comgest non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza o alla completezza delle informazioni.

Informativa sulle persone giuridiche

Comgest S.A. è una società di gestione di portafoglio regolamentata dall'*Autorité des Marchés Financiers*, con sede legale presso 17, square Edouard VII, 75009 Parigi, Francia.

Comgest Asset Management International Limited è una società di investimento regolamentata dalla Central Bank of Ireland (Banca centrale irlandese) e registrata come Consulente per gli Investimenti presso la *Securities and Exchange Commission* statunitense. La sua sede legale è presso 46 St. Stephen's Green, Dublino 2, Irlanda.

Comgest Far East Limited è regolamentata dalla *Securities and Futures Commission* di Hong Kong.

Comgest Asset Management Japan Ltd. è regolamentata dalla *Financial Service Agency of Japan* (registrata presso il Kanto Local Finance Bureau (n. Kinsho 1696)).

Comgest US L.L.C. è registrata come consulente per gli investimenti presso la *Securities and Exchange Commission* degli Stati Uniti. Comgest Singapore Pte Ltd è una società di gestione patrimoniale autorizzata e consulente finanziario esente (per investitori istituzionali ed accreditati), regolamentata dalla *Monetary Authority of Singapore*.

I professionisti degli investimenti elencati nel presente documento sono impiegati da Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd. o Comgest Singapore Pte. Ltd.

Solo per il Regno Unito:

Il presente commento non è distribuito, né è stato approvato ai sensi dell'articolo 21 della legge *Financial Services and Markets Act 2000* (FSMA) da una persona autorizzata ai sensi della suddetta legge. Il presente commento viene comunicato solo ai professionisti dell'investimento ai sensi dell'articolo 19, paragrafo 5, del *Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005* (la FPO o Ordinanza del 2005 in materia di promozioni finanziarie che modifica la legge sui servizi e mercati finanziari del 2000). Gli Investimenti sono disponibili soltanto per i professionisti dell'investimento e qualsiasi invito, offerta o contratto d'acquisto sarà rivolto unicamente a professionisti dell'investimento. Chiunque non sia un professionista dell'investimento non dovrebbe farvi affidamento o agire sulla base di questo commento o dei suoi contenuti. I soggetti in possesso del presente documento sono tenuti a informarsi in merito ad eventuali restrizioni applicabili. Nessuna parte del presente commento deve essere pubblicata, distribuita o altrimenti resa disponibile, in tutto o in parte, a qualsiasi altro soggetto.

Solo per l'Australia:

Comgest Far East Limited è regolamentata dalla *Securities and Futures Commission*, ai sensi della legislazione di Hong Kong, che differisce dalla legislazione australiana. Comgest Far East Limited è esente dall'obbligo di possedere un'autorizzazione australiana per i servizi finanziari, ai sensi dell'*Australian Corporations Act*, la legge australiana sulle società, con riferimento ai servizi finanziari forniti. Il presente commento è destinato esclusivamente ai "clienti all'ingrosso" e non è rivolto agli "investitori al dettaglio" (come definiti nell'*Australian Corporations Act*).

Comgest Singapore Pte. Ltd. è regolamentata dalla *Monetary Authority of Singapore* ai sensi della legislazione di Singapore, che differisce dalle leggi australiane. Comgest Singapore Pte. Ltd. è esente dall'obbligo di possedere un'autorizzazione australiana per i servizi finanziari ai sensi dell'*Australian Corporations Act* con riferimento ai servizi finanziari forniti. Il presente commento è destinato esclusivamente ai "clienti all'ingrosso" e non è rivolto agli "investitori al dettaglio" (come definiti nell'*Australian Corporations Act*).

comgest.com

AMSTERDAM	HONG KONG	SYDNEY
BOSTON	LONDON	TOKYO
BRUSSELS	MILAN	VIENNA
DUBLIN	PARIS	
DUSSELDORF	SINGAPORE	