

COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

BARCLAYS DÀ A INTESA
I COMPITI DA FARE A CASA

► Intesa Sanpaolo vince sul fronte americano dove il dipartimento di Giustizia e la Procura di New York hanno archiviato l'indagine che la vedeva coinvolta per presunte violazioni delle regole sull'embargo di alcuni Stati tra cui l'Iran, avvenute tra il 2001 e il 2008. Nel frattempo però deve fare i conti con un taglio del target price firmato Barclays da 1,45 a 1,15 euro. All'origine c'è la bassa visibilità sul roe (il ritorno sul capitale netto) di medio termine, che mette a nudo una valutazione a premio del titolo. Giustificata? Il roe (indicatore che misura la redditività operativa) della banca è basso (3,5%) anche se per il 2014 è stimato al 7,4%. Per gli analisti, con l'Italia in recessione, gli oneri del credito di Intesa sono ben al di sopra della media storica e si avvicinano ai massimi storici. Tuttavia, avverte Barclays, anche con una migliore qualità del credito in generale, per sostenere un simile costo del capitale Intesa Sanpaolo dovrebbe migliorare sul versante dell'efficienza dei costi, oppure aumentare i ricavi. Una normalizzazione degli oneri di credito a 75 punti base potrebbe portare il roe della banca al 9% (ora è atteso al 7,4% a fine 2014). Tuttavia, per raggiungere un costo del capitale netto del 12%, Intesa avrebbe bisogno di un miglioramento del 6% del rapporto costi/ricavi, che è uno dei più bassi nella sua categoria, o in alternativa un aumento del 13% dei ricavi rispetto al 4% atteso per il 2014. A dire il vero gli esperti si attendono anche un deterioramento nella qualità del credito della banca. Le sofferenze totali sono aumentate del 5% trimestre su trimestre (fonte principale il settore pmi), oltre la media a due anni (+3%), a causa del forte aumento degli oneri di credito (+39% anno su anno). Tra i fronti su cui lavorare c'è poi un gap di finanziamento che Intesa cerca di colmare in parte ricorrendo a bond retail, titoli oggi piuttosto costosi. La conclusione è che se a breve termine l'andamento del titolo continuerà a essere influenzato dalle notizie sulla zona euro, per il futuro sarà chiamato a migliorare la visibilità sul roe per giustificare il suo attuale premio di valutazione rispetto ai concorrenti. Nel frattempo però Barclays ha ridotto le stime sull'utile netto 2013 del 20% (da 0,17 a 0,14 euro per azione).

SARAS TRA DILEMMA IRAN
E RIPRESA DEL GREGGIO

► Greggio ai massimi da tre mesi con il Brent a sfiorare di nuovo 115 dollari al barile. E mentre l'Iraq diventa il secondo produttore tra i Paesi Opec scalzando l'Iran, per Saras, che da quest'ultimo riceve circa il 10% delle sue forniture di greggio, il dilemma iraniano diventa ingombrante. Causa embargo al momento la compagnia petrolifera dei Moratti non può pagare l'Iran per le sue spedizioni di greggio. Exane stima che Saras debba agli iraniani circa 175 milioni di euro e teme che debba parcheggiare questo importo in un deposito a garanzia, in attesa di un allentamento sulle transazioni finanziarie. Exane preferisce tenere le distanze da Saras (target price a 0,9 euro confermato, ieri in borsa il titolo ha chiuso a 0,85), anche in virtù della raffinazione ancora debole. Ubs (target price alzato da 0,8 a 0,9 euro) ha calcolato che quest'ultima ha registrato perdite in dieci degli ultimi 13 trimestri. Tuttavia per Credit Suisse ed Equita la reazione del titolo ai risultati semestrali (perdita di 117 milioni) è stata eccessiva, anche alla luce di una generazione di cash flow migliore delle stime. Per cui Credit Suisse ha alzato il prezzo obiettivo di Saras da 0,95 a 1,05 euro. Mentre Equita (target a 1,2) si aspetta un debito 2012 normalizzato a 432 milioni, comunque in calo di oltre 200 milioni, e che tra il secondo semestre e il 2013 emerga un miglioramento più strutturale della raffinazione grazie al completamento delle attività di manutenzione e alla riduzione della capacità in eccesso dei concorrenti in Italia.

È tempo che l'imprenditore faccia largo ai giovani

DI STEFANO BELLAVITA*

Il sistema imprenditoriale italiano presenta peculiarità uniche e per questo il suo funzionamento e la sua gestione differiscono da tutti gli altri sistemi imprenditoriali europei. In Italia si contano oggi circa 6 milioni di aziende, prevalentemente piccole e medie, di cui l'80% a conduzione familiare: un tessuto le cui trame sono principalmente costituite da valori e conoscenze tramandate per generazioni e strettamente legate al territorio in cui l'azienda opera. Se pensiamo dunque che l'impresa oggi, per l'ambiente particolarmente insidioso e mutevole in cui opera, deve essere considerata più come un sistema organico e naturale soggetto a cicli vitali e non come una macchina prevedibile, si può comprendere come la gestione delle aziende italiane a conduzione familiare sia doppiamente messa alla prova e il passaggio generazionale sia quantomai un momento necessario ma estremamente critico e rischioso. Tra le cause delle crisi aziendali vi è innanzitutto la crisi dell'approccio gerarchico e burocratico del governo dell'impresa. La competizione globale, i rapidi progressi nella tecnologia, la diffusione dell'e-business, le preoccupazioni etiche e di salvaguardia ambientale richiedono una governance aziendale completamente diversa che consideri l'impresa come un sistema soggetto a cicli di vita.

Tra le prime criticità che possono portare al declino organizzativo c'è proprio la cosiddetta crisi di leadership generata dall'impossibilità dell'imprenditore di allargare la propria visione ai nuovi

confini di crescita del business e successivamente all'incapacità di delegare cercando di mantenere il controllo su tutto senza affidare a altri responsabilità di gestione. Delegare a manager specializzati e in grado di operare con maggiore autonomia è dunque un passo chiave per mantenere i cicli vitali dell'impresa. Un passaggio che si rende necessario più che mai nelle aziende a conduzione familiare, il 53% delle quali è guidato da imprenditori che hanno più di 60 anni. Alle difficoltà oggettive legate alla capacità di cogliere l'urgenza di questo passaggio si aggiunge poi la riluttanza degli imprenditori italiani, fondatori e padri, spesso incapaci di affidare la propria «creazione» ai figli. Si tratta di una

tendenza più che mai comune tra gli imprenditori italiani: i figli spesso non sono ritenuti all'altezza dei padri, talvolta a prescindere da valori e capacità proprie, perché ritenuti portatori di una scala di valori non adeguata. Nella maggior parte dei casi però, sono proprio le idee e gli strumenti della nuova generazione a essere più indicati ad accompagnare l'azienda «creatura» nelle varie fasi di maturazione che portano alla sua crescita. I nuovi imprenditori, se competenti, hanno la capacità di cogliere e adattare le esigenze dell'azienda alle trasformazioni dell'ambiente che la circonda come l'internazionalizzazione, l'information technology e l'e-business. Ogni anno 80 mila imprenditori sono coinvolti nel passaggio generazionale; oggi il 46% delle

aziende familiari vede la generazione successiva impegnata in azienda, di queste il 33% supera il primo passaggio generazionale. Il 50% invece scompare alla seconda generazione mentre solo il 15% supera la terza generazione. I dati ci confermano, dunque, la crucialità del passaggio di testimone, la cui gestione diventa ottimale se si riesce a «pianificare» il delicato processo della successione, utilizzare gli strumenti idonei, valutare bene tempi e fasi e individuare gli attori chiave che assicurino il successo sperato», come sostiene il professor Claudio Devecchi nel libro «Problemi, criticità e prospettive dell'impresa di famiglia». E nonostante ancora oggi l'80% degli imprenditori consideri il passaggio generazionale un evento difficile da gestire, è confortante notare come le imprese che pianificano questo momento, considerandolo un'opportunità di rilancio del business familiare, siano in crescita, un dato incoraggiante che deve essere premiato e sostenuto. I numeri riportati, tutti frutto del lavoro del Centro di ricerca sulle imprese di famiglia (Cerif) e raccolti in occasione della quarta edizione del Premio «Di Padre in Figlio» promosso da Eidos Partners, raccontano le storie di un numero crescente di padri e figli che hanno saputo sacrificare individualismi e pregiudizi per il bene dell'impresa. Crediamo sia questa la strada da percorrere per combattere insieme la crisi, un percorso in cui vecchio e nuovo si fondano compensandosi in una sinergia destinata a traghettare le nostre aziende verso una nuova fase di sviluppo per poter guardare ancora al futuro con speranza. (riproduzione riservata)

* managing director Eidos Partners

Oggi il 53% delle aziende familiari italiane è guidato da imprenditori over-60

La crescita globale passerà per l'America Latina

DI WILL LANDERS*

mercati emergenti non sono tutti uguali. Grazie alla forza della domanda interna e ai tanti titoli a essa legati i Paesi dell'America Latina si distinguono come una delle opportunità più allettanti. Quando i mercati sono volatili, come lo sono stati negli ultimi 12 mesi, l'alternanza avversione e propensione al rischio che generalmente domina le borse fa perdere di vista agli investitori l'importanza dei fondamentali. Nei periodi di forte oscillazione dei listini, quando l'avversione al rischio è al massimo, le azioni dell'America Latina sono spesso considerate un mercato ad alto beta, cioè molto sensibili all'andamento del mercato globale, e gli investitori tendono a uscirne per rifugiarsi negli asset più sicuri. Ma questo approccio è decisamente sbagliato se si considera lo stato di salute delle economie e delle società di tale regione. Smentendo un'idea assai diffusa, le economie latino-americane non fanno affidamento soprattutto sulle esportazioni, tanto meno sulle materie prime. In realtà, l'export è una quota relativamente bassa del pil in America Latina, soprattutto rispetto ad altri mercati emergenti. In Brasile per esempio l'export incide per meno del 10% sul pil e gli scambi con la Cina, principale partner commerciale del Paese, non superano il 2%. L'America Latina, grazie alla forte crescita interna, è quindi meno esposta al rallentamento globale della maggior parte delle economie, incluse quelle emergenti. Nel continente esistono storie di solida crescita interna. Il progressivo allentamento delle tensioni che circondano l'Europa e una

maggiore calma sui mercati faranno riemergere l'importanza dei fondamentali, creando un contesto che consentirà alle azioni latino-americane di fare meglio della media del mercato. Nei prossimi anni la classe media emergente, e la relativa domanda nel settore del credito e dell'edilizia, dovrebbero confermarci quali principali fonti di crescita per i Paesi dell'area. Ricca di risorse naturali, la regione sta inoltre aumentando la produzione di petrolio e gas e lo sfruttamento delle riserve minerarie, con possibilità di crescita anche nell'agribusiness. Un tempo le speculazioni sui rischi politici e regimi irresponsabili influenzavano la percezione che gli investitori avevano della regione, tuttavia la stabilità politica e il rafforzamento della democrazia hanno ridotto l'impatto del rischio elettorale sui mercati. Inoltre politiche fiscali e monetarie responsabili, adottate in molti Paesi, che hanno consentito di mettere sotto controllo l'inflazione, hanno creato un contesto favorevole agli investimenti, che riteniamo destinato a durare.

Passando al Brasile, la maggiore economia della regione, diversi fattori sostengono la componente interna. La relativa stabilità economica porta salari più elevati, più occupazione e una generale ripresa, mentre il consumatore brasiliano di classe media sta diventando una forza non trascurabile. Per molti iperinflazione è sinonimo di America latina. Ma la regione ha fatto notevoli progressi negli

ultimi dieci anni. In Brasile per esempio l'inflazione è relativamente sotto controllo. Il fattore che ha più inciso sulla crescita della domanda interna è il calo dei prezzi, essendo i tassi di interesse nazionali già diminuiti e i salari reali già aumentati. Anche la distribuzione del reddito è nettamente migliorata nell'ultimo decennio. Il 10% più povero della popolazione brasiliana ha visto crescere il reddito annuo del 69% tra il 2001 e il 2009 (rispetto a un aumento del 13% per il 10% più ricco). Nel frattempo le opportunità d'impiego continuano a crescere: nel 2011 il Brasile ha prodotto 1,5 milioni di nuovi posti di lavoro, in aggiunta ai 2 milioni creati nel 2010. Tutti questi fattori concorrono a creare una nuova e potente classe media benestante, con più denaro da spendere e un profilo dei consumi completamente nuovo per la regione. Nei Paesi dell'America latina (a eccezione del Cile) la penetrazione dei prodotti finanziari, siano essi finanziamenti o prestiti ipotecari, è molto bassa e gli investimenti locali in azioni sono assai limitati. Tuttavia la situazione sta cambiando e l'aumento dei mutui si trasmetterà positivamente in numerosi ambiti dell'economia, tra i quali le banche, l'edilizia e il commercio al dettaglio. I servizi finanziari emergeranno come vincitori. Il rapporto tra impieghi e pil è basso e dovrebbe confermarci come fonte di crescita ancora per molti anni. Secondo le stime, gli investimenti azionari dovrebbero crescere di 800 miliardi di dollari nei prossimi quattro anni, un somma enorme. (riproduzione riservata)

*gestore di BlackRock