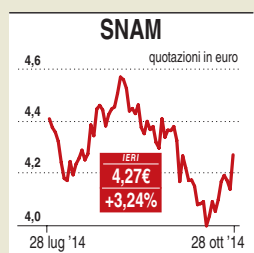


COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

SUL DIVIDENDO SNAM
JPM RIMANE OTTIMISTA

► JpMorgan raccomanda Snam e abbassa il rating su Terna. Nel primo caso ha alzato il prezzo obiettivo da 4,5 a 4,71 euro, nel secondo ha abbassato il rating da overweight a neutral pur ritoccando all'insù il prezzo obiettivo da 4 a 4,09 euro. Gli esperti ritengono che in questo momento il mercato stia scontando una probabilità eccessiva di un taglio del dividendo da parte di Snam, mentre a loro parere, anche in uno scenario molto conservativo, in cui il tasso reale dei titoli di Stato italiani è ipotizzato all'1,5%, l'utility sarà in grado di coprire il dividendo, stimato a 0,25 euro (in linea con lo scorso esercizio) con l'utile per azione fino al 2015. Inoltre, anche nel caso peggiore (e poco probabile) di un mancato adeguamento del tasso di



interesse all'inflazione per il biennio 2016-2017, Snam potrebbe decidere di non ridurre il dividendo, anche nel caso in cui non sia più coperto dall'utile per azione. In tal caso Snam rappresenterebbe un porto sicuro in un contesto di generale incertezza economica. Gli analisti hanno incluso nel loro modello di valutazione l'acquisto del gasdotto Tag, che secondo loro va ad accrescere l'utile per azione di Snam. JpMorgan ha così alzato le sue stime sull'eps da 0,29 a 0,32 euro quest'anno e da 0,3 a 0,32 euro il prossimo (0,27 euro nel 2013). In ogni caso la società non è immune da rischi e tra questi JpMorgan ha ricordato una riduzione del debito inferiore alle attese, un contesto regolamentare avverso e un consistente ritardo delle nuove infrastrutture di importazione di gas nel Paese. Quanto a Terna, hanno abbassato la raccomandazione per due motivi: perché ritengono la valutazione di Snam più interessante, dato che Terna scambia con un rendimento superiore di 70 punti base pur con un profilo di rischio normativo molto simile; e perché agli attuali prezzi Terna a loro giudizio è una delle utility regolamentate meno interessanti dell'Europa meridionale. Dividendo stimato in 0,2 euro sul bilancio di quest'anno, in linea con il 2013, e ridotto da 0,21 a 0,2 euro sul bilancio 2015.

IL G8 DELL'AQUILA
CI PRESENTA IL CONTO

► Fece grande scalpore, all'epoca, lo spostamento improvviso della sede del G8 da La Maddalena a L'Aquila. Pochi però, presi dall'entusiasmo suscitato dal colpo di scena, si interrogarono su alcuni collaterali. Eccoli. La Mita Resort, che fa capo alla ex presidente di Confindustria Emma Marcegaglia, ha vinto la sua battaglia legale contro lo Stato italiano e sarà risarcita con 39 milioni di euro a carico della Protezione civile. Mita aveva tentato causa al dipartimento della Protezione civile della Presidenza del Consiglio dei ministri dopo che, in seguito al trasferimento del G8 (e alle vicende giudiziarie che ne seguirono) avviò una causa per inadempimento contro la Protezione civile per il mancato completamento delle opere previste e l'utilizzo della struttura, destinata a ospitare un albergo a cinque stelle, e il conseguente blocco delle attività di bonifica nell'arcipelago di La Maddalena. Il collegio arbitrale ha dichiarato poi risolta per inadempimento della Protezione civile la convenzione stipulata che prevedeva il passaggio della gestione alla società di Marcegaglia. Del tutto aleatorio invece stabilire se l'impatto mediatico di quello spostamento in extremis della sede del G8 abbia portato al Paese più benefici o più danni.

Per le imprese familiari il passaggio generazionale è anche un'opportunità

DI MASSIMILIANO FACCHI*

Ne La ricchezza delle Nazioni, Adam Smith identificava nel lavoro produttivo l'essenza da cui «ogni nazione trae in ultima analisi tutte le cose necessarie e comode della vita».

Della ricchezza dell'Italia si è spesso sentito parlare, soprattutto da qualche anno a questa parte, con riferimento alle nostre terre, alle nostre coste e all'inarrivabile bellezza e varietà del nostro patrimonio artistico.

Ma se guardiamo più nelle viscere del nostro Paese, scopriamo un'altra ricchezza: l'impresa familiare. Risultato di un humus unico costituito dalla forza e pervasività dell'istituto sociale della famiglia e dalla creatività diffusa del popolo italiano, ha rappresentato sin dagli esordi dell'attività artigianale e poi industriale il motore propulsivo del nostro Paese, costituendo oggi l'82% delle imprese e oltre il 50% di quelle con fatturato superiore a 50 milioni di euro. Contrariamente a quanto si è per lungo tempo ritenuto, le analisi svolte su dati dal 2000 in poi ci hanno dimostrato che l'insieme delle imprese familiari è mediamente in grado di comportarsi meglio delle imprese che non lo sono, sia in termini di crescita che di Ebitda. E secondo i dati del Cerif dell'Università Cattolica di Milano, lo stock di asset finanziari creati da queste imprese a favore dei loro titolari vale oggi più di 135 miliardi di euro.

Ma come sempre i dati rappresentano ciò che è stato, senza dare alcuna garanzia di risultato per il futuro, come siamo abituati a leggere nei prospetti informativi dei

prodotti finanziari. Molte sono le imprese familiari scomparse negli ultimi anni a seguito dell'acquisizione da parte di grandi gruppi stranieri, a volte costituiti da altre imprese familiari (il caso Lvmh su Loro Piana è emblematico), o hanno dovuto divenire public company per raccogliere mezzi finanziari o per mancanza di leadership imprenditoriale. Nella grandissima parte di questi casi, la ricchezza della nazione è diminuita.

Stiamo dunque preservando la ricchezza della nostra nazione o la si sta dilapidando? La recente storia del Gruppo Fiat (pardon! Fca) e quella attuale di Luxottica hanno portato il tema all'attenzione del grande pubblico e degli investitori. E si è scoperto che il passaggio generazionale non è solo un problema di governance o di crisi economica, ma anche di persone. La modifica della struttura dell'istituto sociale famiglia, con la conseguente difficoltà di trasmettere i valori dell'impresa familiare (ancor prima delle quote societarie), unita alla crescente complessità del fare impresa in Italia, con la conseguente diminuzione della vocazione imprenditoriale, creano un mix socio-economico che sta cambiando profondamente l'humus sopra richiamato.

A «passaggio generazionale» preferisco la locuzione «evoluzione generazionale d'impresa» che meglio rappresenta il momento di transizione nella gestione imprenditoriale e

suggerisce un consapevole passaggio (non necessariamente mortis causa) da chi ha fatto tanto a chi è chiamato a fare possibilmente di più. Sul passaggio delle generazioni nessuno può fare nulla, ma sulla continuità d'impresa si può e si deve fare molto. Più del 67% delle imprese nei prossimi cinque anni dovrà affrontare un'evoluzione generazionale, proprio quando si potranno cogliere sia i frutti degli sforzi fatti in questi anni di crisi e profonde modifiche delle dinamiche competitive, che le opportunità della tanto attesa ripresa; la legislazione civilistica italiana con il cosiddetto «patto di famiglia» (art. 768-bis cc) e per una volta anche la fiscalità, almeno per il momento, sono a questo funzionali.

È un'occasione per il corporate e investment banking italiano di tornare protagonista (e fare profitti), strutturando un modello di intervento finanziario e (cosa non meno importante) manageriale specificamente dedicato alla continuità d'impresa. Soprattutto è un'opportunità/necessità per gli imprenditori giovani e meno giovani di darsi una mano, superando il conflitto generazionale che spesso sentiamo evocare come problema sociale sempre più forte nel nostro Paese. Sin dai tempi di Adam Smith il miglior investimento per tutti è puntare sull'aumento della ricchezza della nazione: i dati e il contesto attuale ci suggeriscono che il sistema delle imprese familiari italiane può essere un titolo da Strong Buy. (riproduzione riservata)

* amministratore delegato *Seven Capital Partners* e membro *Comitato Strategico Cerif*

È partita una vera rivoluzione nei bilanci

DI MARINO LONGONI

Per 1 milione di società italiane i prossimi bilanci saranno in Xbrl (eXtensible Business Reporting Language). In questo linguaggio i dati sono etichettati con una codifica che ne definisce la tipologia di voce, selezionata tra quelle presenti nella tassonomia. I vantaggi sono enormi soprattutto in termini di standardizzazione, facilità di consultazione, possibilità di incrociare tra loro i vari dati. Ma un bilancio Xbrl è anche in grado di fornire garanzie sulla quadratura dei dati presenti nei vari campi, e sull'aggiornamento degli stessi alle nuove normative. Oltretutto alcuni quadri, dove sono presenti informazioni già presenti in altre parti dello stesso documento, si autocompilano, semplificando la vita ai redattori.

Il nuovo standard contabile interesserà praticamente tutte le società italiane tenute alla redazione del bilancio, escluse per ora quelle che utilizzano i principi internazionali. Anche la nota integrativa, la parte meno numerica e più discorsiva dei documenti contabili, è stata piegata alle esigenze di standardizzazione, pur garantendo ancora la possibilità di personalizzarla con le parti discorsive. Ora toccherà alle software house il compito delicato di rendere

re disponibili i nuovi strumenti sui programmi gestionali nel modo più semplice ed efficace.

Forse non è esagerato dire che si tratta di una rivoluzione, perché non c'è dubbio che questo nuovo strumento ha potenzialità enormi. Non solo per quanto può offrire a chi compila e a chi consulta i bilanci, in termini di semplificazioni, chiarezza di lettura, univocità interpretativa, possibilità di incrocio dei dati, eliminazione di gran parte degli errori materiali di imputazione degli stessi.

Le potenzialità maggiori sono nell'analisi macroeconomica dei dati stessi. L'Agenzia delle entrate, per esempio, avrà a disposizione uno strumento molto più efficace, sicuro, attendibile ed economico degli attuali studi di settore. Sarà facilissimo far emergere le anomalie di un'azienda o di una voce presente in bilancio, semplicemente confrontando lo stesso con quello di aziende simili della stessa zona. È lo stesso risultato che ci si poteva aspettare dagli studi di settore, solo che qui i dati sono più affidabili, perché sono dichiarati dalle aziende e non frutto di una mediazione politica.

Uno scostamento rispetto al settore di appartenenza farà suonare subito un campanello d'allarme presso i verificatori ben più fondato rispetto a quello che deriverebbe da dati statistici. Evidentemente questo porterà anche i contribuenti a una compliance (adempimento spontaneo) ben più estesa di quello che si verifica oggi con gli studi di settore. Inoltre, in presenza di situazioni particolari che giustificano dati anomali rispetto alla media, anche la difesa del contribuente dovrebbe essere facilitata. Non è un caso se, negli ambienti di via Cristoforo Colombo, gli studi di settore sono ritenuti già superati e da riservare a categorie e ambiti particolari.

Ma un milione di bilanci in Xbrl è anche una banca dati gigantesca sui fondamentali del sistema economico del Paese. Non è prevista, per ora, la possibilità che anche professionisti e piccole imprese possano accedere all'utilizzo dei dati nel loro complesso. Ma è certo che l'incrocio di tutte queste informazioni avrebbe potenzialità enormi per l'analisi econometrica e di benchmarking. Basti pensare a quello che potrebbe significare nella pianificazione economica, creditizia, industriale. Forse è solo questione di tempo. (riproduzione riservata)