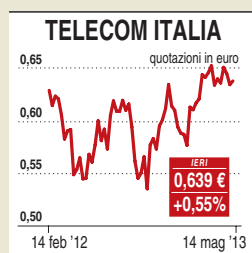


COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

QUANTO PUÒ VALERE L'UNO-DUE DI TELECOM

► Il tema Telecom Italia continua a impegnare a fondo le società di analisi finanziaria, soprattutto dopo che l'andamento poco brillante del primo trimestre di Telecom Italia ha rafforzato le antiche preoccupazioni sul progressivo depauperamento del business e la necessità di interventi strutturali. Ieri JpMorgan ha rilanciato l'allarme attraverso un report a conclusione del quale ha tagliato il target price dell'azione ordinaria da 0,95 a 0,64 euro e quello della mc da 0,8 a 0,54 euro. Le sue



previsioni si collocano ora al di sotto del consenso. «Nel medio termine crediamo che gli investimenti nella fibra ottica e il miglioramento macroeconomico contribuiranno a rendere

più stabile il business della linea fissa», osservano gli analisti, secondo cui però i ricavi da servizi mobili nazionali sembrano strutturalmente alti e il consenso sul Brasile più ottimista rispetto alle tendenze attuali e alla luce dei venti regolatori di segno contrario. Quanto ai citati interventi strutturali e alle due rilevanti operazioni allo studio della società, vale a dire la fusione con 3 Italia e lo scorporo della rete, gli esperti ritengono che il potenziale di rialzo che ne potrebbe derivare rischierà di essere sovrastimato. Per quanto concerne la separazione della rete, anche sulla base di alcune differenze consistenti tra il Regno Unito e l'Italia, JpMorgan consiglia di non sopravvalutare i benefici dal punto di vista delle attività di Telecom Italia e della sua posizione debitoria. Invece, a proposito della potenziale fusione con Hutchison, bisogna mettere in conto ostacoli a livello di antitrust, controllo e valutazione. Senza contare i problemi di esecuzione, non trascurabili. Per cui, senza una ripresa del mercato, il valore dell'operazione potrebbe limitarsi a 50 centesimi di euro per azione. Se le cose stessero così, per raggiungere l'obiettivo di risolvare il titolo fino a 2 euro, auspicato dal consigliere Barak Ben Ammar in occasione dell'ultimo cda, occorrerà inventarsi qualcosa d'altro.

LEONE A DIETA SE VUOLE ESSERE COMPETITIVO

► Le Assicurazioni Generali si stanno ristrutturando a dovere. Ma nello stesso comparto si trovano concorrenti con un migliore potenziale di rivalutazione, come Aviva e Axa. Questo il giudizio di Citigroup, che in ogni caso ha aumentato le stime di utile della compagnia triestina in media del 7-9% (l'eps 2013 passa da 1,33 a 1,42 euro per azione e quello 2014 da 1,40 a 1,51), prospettando un combined ratio nei prossimi tre anni sotto il 95%. Tuttavia il broker ritiene che l'azione resti relativamente costosa trattando a un rapporto prezzo/utile 2014 di 9,6 volte rispetto alle 7-9 dei concorrenti. Al contempo il suo free cash flow operativo è relativamente basso, con un rendimento implicito al 2014 attorno al 7% rispetto a quelli oltre il 10% offerti da alcune delle compagnie preferite da Citigroup, che offrono anche un rendimento del dividendo relativamente basso (3,4% nel 2013). Infine il debito: resta a sua volta elevato, improbabile che si riesca a ridurlo ai livelli di alcune compagnie rivali. In ogni caso le previsioni di Citigroup assumono che Generali raggiunga i suoi obiettivi: oltre 5 miliardi di utile operativo e 2 miliardi di free cash flow dal 2015.

Le pmi italiane cominciano a cooperare
Ma le banche non possono lasciarle sole

DI FRANCO CASARANO*

L'introduzione nel nostro ordinamento del contratto di rete, con la legge 23 luglio 2009, e la diffusione esponenziale di questo strumento tra le imprese (a marzo scorso risultavano stipulati 707 contratti di rete con il coinvolgimento di circa 4 mila imprese) hanno riproposto con forza il tema dell'aggregazione tra aziende. Il modello imprenditoriale europeo, e in particolare quello italiano, ha infatti posto al centro del ciclo economico le pmi. Solo sviluppando nuove partnership tra loro, infatti, le piccole e medie imprese possono affrontare la globalizzazione dei mercati, mediante l'integrazione delle competenze, lo sviluppo della capacità innovativa e la crescita della competitività. Si tratta dei principi che ispirano lo Small Business Act (oggetto della Comunicazione 394 del 25 giugno 2008 da parte dell'Unione europea), principi cui il nostro legislatore è stato tra i primi a dare attuazione con l'introduzione, prima, del contratto di rete e, successivamente, con l'approvazione dello Statuto delle imprese.

È vero, d'altro canto, che nel nostro ordinamento si trovano una pluralità di forme e modelli, che si affiancano al più recente contratto di rete e che hanno dato risposte diversificate all'esigenza delle pmi italiane di procedere a forme di aggregazione che, pur integrando alcune funzioni e attività, preservino l'autonomia. Sono note le varie forme di consorzio che furono introdotte nel nostro ordina-

mento a ridosso della crisi del 1929, con l'iniziale scopo di controllo della produzione, e che sono divenute poi strutture complesse e articolate, nelle quali le imprese consorziate integrano fasi delle rispettive attività. Ove spesso, però, la struttura consortile costituisce un soggetto ingombrante per gli stessi consorziati. A partire dagli anni 90 si sono poi diffusi i distretti industriali, costituiti da un insieme di imprese facenti parte dello stesso settore produttivo e localizzati nella stessa area territoriale. I distretti hanno avuto i loro punti di forza nel legame territoriale e culturale esistente tra imprese dello stesso territorio, che ha agevolato la collaborazione, e nell'alta specializzazione produttiva, che ha favorito la flessibilità del processo e il miglioramento qualitativo dei prodotti. Il modello distrettuale è risultato però inadeguato di fronte alle nuove esigenze imposte dalla globalizzazione dei mercati e dalla conseguente internazionalizzazione delle imprese.

Oggi, le nuove sfide che le pmi si trovano ad affrontare sono, per un verso, collegate alla crescita della loro competitività anche sui mercati internazionali, reperendo nuovi partner commerciali, sviluppando reti di vendita, abbattendo i costi ed elevando la qualità e, per un altro verso, collegate alla crescita della capacità innovativa, accelerando i processi tecnologici e sviluppando

la ricerca. Il contratto di rete ha convinto le 4 mila imprese che l'hanno adottato, perché ha consentito loro di sviluppare rapporti di collaborazione e forme di cooperazione integrata e coordinata, senza ricorrere all'utilizzo di strutture onerose che, come tali, comportano una riduzione delle rispettive autonomie. Le reti d'impresa nascono e sono nate dalla necessità di conseguire economie di scala, favorire i flussi della conoscenza e attuare strategie di sviluppo internazionale, conditivamente in maniera non occasionale tra le aziende. Tutti obiettivi per i cui conseguimento, però, è indispensabile che le imprese possano accedere in tempi rapidi alle fonti di finanziamento e che l'esistenza di un programma di rete serio e condiviso sia occasione per il miglioramento del rating di tutte le imprese aderenti. Se le istituzioni finanziarie di questo Paese non accompagneranno lo sforzo, anche culturale, che le imprese italiane stanno facendo per evolversi verso nuovi modelli di cooperazione, andrà perduta un'altra occasione per superare l'attuale crisi congiunturale.

Il rapporto tra le pmi italiane e il sistema creditizio sarà al centro del convegno «Pmi e Banche: Soluzioni per il dialogo - Nazionalizzazione, aggregazione e reti d'impresa: occasioni per il rilancio del sistema» che si terrà il 24 maggio a Milano presso la sede di Borsa Italiana. (riproduzione riservata)

*partner, LS Lexjus Sinacta

Usa egemoni nelle armi, non più nella finanza

DI EDOARDO NARDUZZI

Esistono molte possibili chiavi di lettura della manovra monetaria ultraespansiva varata dal governatore della banca centrale giapponese, Haruhiko Kuroda. Cogliendo tutti in contropiede, perfino i sostenitori più accesi di un vero quantitativo easing made in Japan, il numero uno della banca centrale di Tokyo ha annunciato un piano di acquisti settimanali di titoli a scadenza medio-lunga per un quantitativo pari all'intera base monetaria nipponica e in appena due anni. Significa che la terza economia del globo è pronta a monetizzare circa il 40% del pil (interventi pari al 21% del prodotto lordo erano già stati realizzati negli anni passati dalla BoJ) pur di spingere l'inflazione al 2% annuo. In yen 1.400 miliardi di dollari di nuova moneta da immettere sul mercato. Una mossa unilaterale talmente arida da avere implicazioni di politica internazionale che vanno ben oltre il cambio dello yen, già svalutatosi a doppia cifra contro euro e dollaro.

Con il suo Qe il Giappone segnala, infatti, contestualmente, almeno due aspetti originali: quanto la governance globale a guida americana sia molto meno presente oggi rispetto al passato e l'importanza dei contesti macroterritoriali, nel caso di Tokyo la condotta dei concorrenti asiatici, tutti export-driven,

nella definizione delle politiche economiche nazionali indispensabili a navigare nella globalizzazione. Il risultato è che perfino gli Usa si ritrovano a leggere sui giornali o ad apprendere i dettagli delle decisioni giapponesi di politica economica seguendo le conferenze stampa di quello che, dal secondo dopoguerra, è stato un alleato chiave in Asia e un Paese molto condizionato e condizionabile dai valori e dagli interessi statunitensi.

Quello di Tokyo non è quindi un Qe con implicazioni esclusivamente monetarie, che comun-

que sono importanti per un Paese che vuole tornare a crescere creando 600 mila nuovi posti di lavoro. La mossa del duo Abe-Kuroda inaugura una nuova stagione di politica internazionale nella quale la capacità di indirizzo degli Stati Uniti resterà, ovviamente, importante ma non sarà così incisiva come lo è stato nel recente passato. Il Fmi ha parlato di un'economia mondiale a tre velocità, un fatto congiunturale, che però evidenzia come la convinzione di poter realizzare un ciclo economico globale unico sia ancora una chimera.

E, in presenza di una pluralità di cicli economici, la conseguenza di avere un policentrismo nelle decisioni politiche ed economiche guadagna quota e spazi di azione.

Nel mondo globale, a livello militare, esiste ancora un primato unilaterale americano, ma nel contesto economico il policentrismo e il pluralismo decisionale sono già una realtà operativa. I modelli del passato non servono più, ma quelli indispensabili oggi non sono ancora emersi. Siamo in una terra incognita, dunque. (riproduzione riservata)



Shinzo Abe