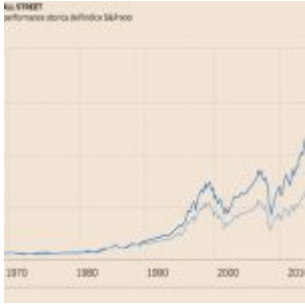


LA STAGIONE DEI DIVIDENDI NON È MAI STATA COSÌ ATTRAENTE



Il mese di Marzo è sempre stato il mese in cui saltano fuori le cifre che verranno poi pagate tra Aprile e Maggio dalle società quotate in Borsa come dividendo. Negli anni precedenti però nella logica degli investitori - da quelli professionali ai piccoli risparmiatori- era un evento quasi trascurabile rispetto all'attesa (speculativa) di guadagno in conto capitale che rappresentava una parte molto importante della decisione di acquistare o meno azioni quotate. Ma quest'anno le cose sono parecchio diverse...

I TASSI A ZERO SPINGONO LE AZIONI CON I MAGGIORI DIVIDENDI

Negli ultimi anni invece le cose sono cambiate non poco: innanzitutto perché i tassi di interesse sono scesi intorno allo zero trasformando il dividendo azionario nella superstar dei rendimenti, dal momento che i titoli di stato e quelli obbligazionari non rendono più quasi niente; ma poi anche perché i profitti delle aziende quotate sono cresciuti parecchio e dunque hanno lasciato più spazio che non in passato ai dividendi che sono divenuti una fonte di rendita finanziaria quasi senza alternativa.

Il 2019 è forse l'anno record da questo punto di vista perché i tassi di interesse offerti dai titoli a reddito fisso sono tornati a flettere e i dividendi deliberati (sulla base degli utili record del 2018) sono spesso davvero elevati. Siamo arrivati all'assurda situazione di un'emissione obbligazionaria irredimibile di recente proposta al pubblico da Unicredit propone un reddito fisso annuo inferiore al rendimento della cedola delle azioni della sua più diretta concorrente: Intesa San Paolo (che peraltro esprime una capitalizzazione di borsa al di sotto del valore del suo patrimonio netto rettificato) !

Certo, ci sono titoli azionari quotati nelle principali piazze finanziarie del pianeta che

hanno sempre distribuito lauti dividendi e la cui politica di bilancio storicamente prudentiale fa sperare che possano proseguire ancora a lungo in tal senso (come illustrato nel grafico che segue):



Il fenomeno più recente invece, quello della caccia esasperata al dividendo cui stiamo assistendo è stato denominato già qualche tempo fa “bondification”, poiché nelle scelte di portafoglio un certo numero di titoli azionari oramai vengono trattati dagli investitori come fossero obbligazioni, e cioè vengono selezionati sulla base dei flussi di cassa attesi per la distribuzione degli utili.

OCCHIO AGLI SPECCHIETTI PER LE ALLODOLE



Ma come tutti gli eccessi potrebbe avere delle ripercussioni negative: tanto per cominciare il mancato rimborso del titolo azionario, mentre quasi tutti quelli obbligazionari (salvo appunto gli “irredimibili”) hanno una scadenza è una data di rimborso del capitale; in secondo luogo ci sono società operanti in settori maturi e con prospettive del business non esattamente rosee e sicure, che forzano la mano nel distribuire dividendi allo scopo di tenere alta la quota del titolo, anche quando la prudenza suggerirebbe di trattenere gli utili per le esigenze aziendali di rafforzamento patrimoniale. Di lato una tabella estremamente esplicativa ma che risale alla fine dello scorso anno e che quindi appare oggi relativamente imprecisa perché riporta le quotazioni di oltre 2 mesi fa.



Quello della scarsa prudenza in occasione della distribuzione dei dividendi è spesso il caso degli istituti di credito, ancora oggi alle prese con la necessità di disfarsi di crediti di dubbia restituzione e con un certo scetticismo al riguardo della correttezza delle loro rappresentazioni contabili da parte di chi dovrebbe investirci, istituti che invece in molti casi deliberano generose distribuzioni di dividendi, anche perché la logica delle “stock-options” (la distribuzione al management di opzioni di acquisto di azioni quotate) spinge i loro dirigenti quasi a forzare la mano in tal senso.



MEGLIO LE COMPAGNIE ASSICURATIVE

Meno problematica da questo punto di vista è la situazione delle compagnie assicurative, dal momento che non devono quasi confrontarsi con la fiducia del mercato a proposito del livello di crediti non esigibili in portafoglio (se non marginalmente per il ramo cauzioni) e d'altra parte altrettanto liquide quanto le banche (dunque non soggette a trovarsi a corto di cassa in caso di laute distribuzioni di dividendi).



E C'È ANCHE IL CREDITO DI IMPOSTA

Ovviamente bisogna tenere conto del fatto che i dividendi distribuiti quest'anno non sono una garanzia di continuità nel futuro, ma stavolta i dividendi di parecchie azioni quotate in Borsa sono arrivati anche a tre-quattro volte il reddito percentuale annuo promesso dai Buoni Poliennali del Tesoro o dai principali emittenti di titoli obbligazionari (Enel, Telecom, Ferrovie, eccetera...). Una vera e propria manna se si tiene conto anche del credito di imposta che viaggia attaccato al dividendo distribuito.

Nell'ipotesi poi (non del tutto peregrina) di un veloce recupero di valore della quotazione azionaria al di sopra del livello che aveva prima dello stacco del dividendo, fare i "cassettisti" (come si diceva una volta) solo per pochi mesi può procurare un rendimento teorico su base d'anno ancora più interessante di quello che deriva dal rapporto tra il dividendo pagato e la quotazione del titolo, dal momento che la misura del dividendo è solitamente espressa in ragione d'anno, mentre si può sperare che ci siano ancora degli investitori privati che, per loro ragioni legate al rapporto complessivo con il fisco italiano, non ci tengono ad esprimere ufficialmente in dichiarazione dei redditi il dividendo dei titoli azionari detenuti e, per questo motivo, vendono le azioni che stanno per staccare i dividendi poco prima della loro distribuzione (per poi eventualmente riacquistarli).

Una vera pacchia perciò questa volta, che fa a sua volta ben sperare nella tenuta -nel corso del prosieguo dell'anno- delle quotazioni di Borsa.

Stefano di Tommaso

IL CREDITO ALLE IMPRESE CONTINUA A RESTRINGERSI MA UNA SPERANZA ARRIVA DAL FINTECH



È la stessa [Banca d'Italia](#) ad affermarlo in una nota dello scorso 22 Gennaio: nel 2018 la domanda di credito nel nostro Paese è cresciuta ma l'offerta no, anzi si è ulteriormente irrigidita. Soprattutto per le piccole imprese, che non hanno trovato sfogo negli strumenti alternativi offerti dal mercato dei capitali a quelle di dimensioni un po' maggiore. Ma all'orizzonte sembra emergere una vera e propria rivoluzione finanziaria...

LA RITIRATA DELLE BANCHE

Complice la normativa europea sempre più stringente sui requisiti di capitalizzazione delle banche, queste ultime rispondono alle accuse di aver ristretto i cordoni della borsa facendosi sempre più promotrici di servizi alle imprese, dall'intermediazione per la loro capitalizzazione al supporto dell'internazionalizzazione. Tuttavia nel corso del 2018 i prestiti alle piccole e medie imprese si sono contratti in totale del 5%, cioè di 40 miliardi di euro, nonostante che le sofferenze creditizie verso le medesime imprese si siano ridotte del 31%, vale a dire di 53 miliardi (da 173 miliardi a 120).

La statistica appena citata accomuna tuttavia le medie alle piccole imprese: sono quelle fino a 5 dipendenti *le vere vittime sacrificali del momento*. Pur costituendo -in numerosità- il 91% del totale degli operatori economici italiani, queste ultime ottengono soltanto l'11% del totale di credito erogato nel nostro Paese. Da questo punto di vista è scattata una vera e propria emergenza nazionale, dal momento che in Europa l'Italia era già il fanalino di coda quanto a disponibilità di credito per gli operatori economici e che l'ultimo intervento pubblico della Banca d'Italia certifica l'impotenza del medesimo istituto ad agire per

contrastare la deriva.

L'ASCESA DELLE PIATTAFORME FINTECH

Ma per fortuna sta decollando una nuova modalità di erogazione del credito alle imprese, basata sul moltiplicarsi delle piattaforme finanziarie online (dette : FinTech) che offrono il cosiddetto *P2P Lending vale a dire i “prestiti peer to peer”*, cioè il credito erogato direttamente dal prestatore di denaro al suo prenditore.



Nel corso del 2018 questo sistema ha canalizzato a favore delle piccole imprese 763 milioni di euro, più che raddoppiando quanto fatto nel 2017. La stima (prudenziale) per l'anno in corso è che saranno superati i 1200 milioni di euro, in netto rialzo rispetto a quanto previsto dagli analisti fino a pochi mesi fa.

Il mercato potenziale però è molto più vasto: ammonta a 50 miliardi di euro la stima dei microprestiti erogati alle micro-imprese di cui le banche italiane farebbero volentieri a meno perché oggi considerati non remunerativi.



Le piattaforme FinTech rispondono alle esigenze di un mondo che cambia, nel quale le informazioni corrono in tempo reale, tutto passa dai dispositivi mobili (come gli smartphone e i tablets) e la generazione dei “millennials” (cioè coloro che sono nati a ridosso del nuovo millennio) è cresciuta maneggiando dispositivi digitali e adesso che inizia a detenere risorse finanziarie le vuole investire in modo più efficiente.

Inoltre è oramai comprovato che nei Paesi economicamente più evoluti il sistema dei pagamenti si sposta ad una velocità sorprendente verso gli strumenti digitali, e non solo tramite le carte di credito (esempio: Paypal). Secondo uno studio di PWC già nel 2018 il 56% degli operatori finanziari tradizionali ha incorporato strumenti FinTech nella propria offerta alla clientela e addirittura l'82% di essi prevede di aumentare le proprie partnership nei prossimi tre-cinque anni.

UN NUOVO MODELLO DI BUSINESS

Andiamo allora a scoprire le caratteristiche di questo strumento innovativo (la piattaforma FinTech) che di fatto rivoluziona il concetto stesso di banca commerciale, adeguandolo ai tempi che corrono e alle tecnologie più moderne:

- *il fatto stesso che la proposta si propaga esclusivamente sulla rete e non tramite sportelli bancari permette di individuare la prima: non ci sono vincoli territoriali nè*

aree geografiche preferite: l'extraterritorialità di internet è sicuramente una prima carta vincente;

- *il prezzo del credito è molto probabile che risulti nominalmente più elevato, dal momento che deve essere tale da congiungere domanda e offerta di credito, ma anche più trasparente e privo di altri balzelli quali le numerose commissioni che le banche applicano sui conti correnti, su ogni comunicazione e su ogni servizio aggiuntivo, dato che le piattaforme finanziarie online sopportano costi molto limitati;*
- *sinora la maggior parte delle transazioni di credito online si sono rivolte al Factoring di crediti commerciali verso imprese di medio-grandi dimensioni, ma la maggior domanda di credito si posiziona sui finanziamenti per cassa e sulla raccolta di capitali online (detta anche : "crowdfunding") per cui è soprattutto in queste direzioni che il mercato del credito P2P online può fare grandi numeri;*
- *la raccolta di depositi da parte delle FinTech avviene con la diretta finalità di finanziare delle specifiche imprese, e dunque il modello di business non genera rischi di insolvenza del debitore per il bilancio della piattaforma, perché quei rischi rimangono in capo a coloro che partecipano alle singole iniziative di credito;*
- *quanto sopra ovviamente limita molto la capacità di raccolta di risorse da parte delle singole piattaforme perché molti potenziali prestatori percepiscono un rischio elevato sulle somme che vi depositano. Dunque è questa la "frontiera efficiente" del P2P Lending: la possibilità di mutualizzare i rischi di erogazione tra un certo numero di imprese beneficiarie dei prestiti P2P, cosa che per definizione è un prodotto assicurativo;*
- *un'ultimo aspetto da sottolineare è il rating che esse attribuiscono all'impresa beneficiaria: ad oggi è "confezionato" artigianalmente da personale interno, con tutti i limiti che ciò può significare. Qualora la rischiosità delle erogazioni fosse mutualizzato tra un gran numero di imprese beneficiarie, nonché attutita da sistemi più efficienti di valutazione dei rischi, allora il successo delle piattaforme sarebbe -come dire?- "assicurato".*

Sino ad oggi tuttavia sono stati ben pochi i precursori di questa rivoluzione digitale. E soprattutto sono state quasi assenti le banche commerciali, che si presume possano avere i migliori benefici a mettere un piede anche dentro questa scarpa.

Le cose nel mondo digitale evolvono tuttavia molto velocemente e forse già il 2019 potrebbe risultare l'anno della "svolta"! In base ai dati Nielsen e a quelli dell' Osservatorio Fintech & Insurtech del Politecnico di Milano (School of Management) nel 2018 la percentuale di cittadini italiani che hanno utilizzato un servizio Fintech/Insurtech è stata dal 25%contro il 16% di un anno prima. Nella classifica dei servizi più utilizzati con il grado

di soddisfazione più alto troviamo: mobile payment (16%), servizi per budget familiari (15%), trasferimenti P2P (12%) e Chatbot (9%).

LA CONVERGENZA CON L' INSURTECH

Ma per i motivi sopra riportati è forse più probabile che la “svolta” arrivi dagli operatori del mondo assicurativo (già peraltro a loro volta impegnati nello sviluppo di piattaforme di Digital Insurance Technology, altrimenti nota come “InsurTech”). Questo è probabile tanto per la convergenza ineluttabile tra i diversi operatori del mercato finanziario, quanto perché è forse soltanto dalle competenze dei prodotti assicurativi che può originare l'effettivo abbassamento della rischiosità del P2P Lending.

Stefano di Tommaso

COSA SUCCEDDE AL SISTEMA BANCARIO ITALIANO?



Il discorso di insediamento del nuovo presidente del consiglio dei ministri non è piaciuto ai mercati finanziari. Lo spread tra i titoli decennali tedeschi e quelli italiani si è avvicinato a quota 240 punti e la borsa ne ha sofferto, ma soprattutto sono finite sugli scudi le banche italiane, detentrici di una buona quota dei titoli del debito pubblico in circolazione.

Stavamo subendo ancora L'onda lunga del panico creato dallo stop del presidente della repubblica ad un nuovo governo giudicato troppo in contrasto con i diktat dell'Unione Europea, che aveva mosso le agenzie di rating sui timori che la situazione generale potesse evolvere negativamente sulle orme di quanto successo in Grecia in precedenza.



IL DISCORSO DI CONTE



Ma fino all'altro ieri si poteva biasimare quasi solo Mattarella per aver instillato quei timori, alimentando il circolo vizioso della svendita dei titoli di stato da parte degli investitori esteri che alimenta lo spread e fa calare le quotazioni delle banche italiane le quali a loro volta diventano le prime venditrici nette di titoli onde evitare di essere considerate a rischio. Ieri pomeriggio invece, dopo l'autocelebrazione del nuovo Governo in Parlamento, ecco riemergere sui mercati finanziari forti dubbi sulla possibilità che la maggior spesa pubblica ipotizzata da Conte nel suo discorso possa davvero instaurare un processo di crescita economica tale da controbilanciare il maggior deficit che ne può discendere.

Purtroppo il discorso di Conte non ha tenuto in debita considerazione le esigenze di chiarezza dei mercati finanziari, di precisazione degli orizzonti temporali e delle concrete previsioni che possono discendere dalle manovre un po' vagamente annunciate. Un errore di inesperienza che però rischia di costare caro al sistema-paese. Se da una parte c'è la volontà di non subire i ricatti dei mercati finanziari, dall'altra non si possono commettere simili ingenuità: se Conte invece che presidente del Consiglio dei Ministri fosse divenuto presidente di una società quotata, con quell'allocuzione forse i suoi azionisti ne avrebbero già chiesto le dimissioni !

Uno studio di Morgan Stanley in proposito mette in triste evidenza i possibili danni al nostro Paese in caso di innalzamento dei tassi di interesse (ad oggi tenuti artificialmente bassi grazie al Quantitative Easing della Banca Centrale Europea):



IL SISTEMA BANCARIO NAZIONALE È A RISCHIO

Chi tuttavia sino ad oggi ne ha pagato di più le conseguenze sono state le banche italiane. Principalmente perché l'ammontare dei titoli di stato detenuti spesso supera il loro patrimonio netto, ma anche per altri motivi, dal momento che le perdite in conto capitale su quei titoli potrebbero spingerle a rimandare il completamento della pulizia di bilancio

sui “crediti non performing” che ancora contano per circa il 10% del totale in portafoglio (pulizia che comporta -ogni volta che la si fa- la registrazione di una perdita in conto capitale).



ALLA RICERCA DELL'EFFICIENZA

Il fenomeno è divenuto nel suo complesso così vistoso che c'è da chiedersi se, a sua volta, non determinerà altri effetti a catena, e accade proprio nel momento in cui le prime 14 banche italiane stavano iniziando a sperimentare la possibilità di affidare la sicurezza delle proprie transazioni alla tecnologia del Blockchain, il cui principale vantaggio risiede nel “non dipendere da un unico soggetto centrale” (leggi: le banche centrali). Quasi una prova tecnica di negoziazione dei famigerati Minibot! Ufficialmente le sperimentazioni spaziano dalla digital identity, alla gestione dei bandi di gara, alle piattaforme di donazioni e ai pagamenti internazionali.

Del resto più in generale il fintech (la tecnologia digitale applicata agli intermediari finanziari) sta erodendo quote di mercato agli operatori tradizionali, e spinge il mondo bancario ad autoimporsi una vera e propria rivoluzione, alla ricerca di una maggior efficienza nei costi e di nuove frontiere dove ottenere quei margini che altrove vengono erosi. Ma la strada è molto lunga e al momento è stata appena imboccata, e riguarda l'intero comparto europeo, quasi senza esclusioni.



Bank of America-Merrill Lynch, con un report intitolato “Bye bye Euro? Downgrading the banks”, taglia i target price sulle quattro principali banche italiane, mentre Mediobanca, resta l'unica con giudizio buy. Banco Bpm è stato ridotto da neutral a underperform con prezzo obiettivo da 3,5 a 2,2 euro, Intesa Sanpaolo da buy a neutral (da 3,6 a 3 euro), Ubi Banca da neutral a underperform (da 4,5 a 2,9 euro), Unicredit da buy a neutral (da 21 a 16 euro).



Tutto questo sebbene il medesimo studio faccia notare quanto negli ultimi sette anni sia cresciuta la loro capitalizzazione e anche la loro efficienza operativa.

Probabilmente questo percorso virtuoso andava imboccato con largo anticipo, invece di pensarci adesso che rischia di essere troppo tardi. Ma se il Governo del paese non

risolvere presto quel sanissimo quanto desueto concetto di “concertazione” tra le parti economiche e sociali, allora è possibile che il grilletto della nuova recessione verrà tirato proprio dal sistema bancario!



Stefano di Tommaso

CACCIA AI GESTORI DI PATRIMONI



SALE LA FEBBRE DELLE ACQUISIZIONI PER SOCIETÀ DI GESTIONE E IN PARTICOLARE PER QUELLE SPECIALIZZATE IN INVESTIMENTI ALTERNATIVI

Un certo numero di grandi gruppi finanziari ha stanziato negli ultimi tempi somme importanti per identificare e acquisire società di gestione dei patrimoni, banche specializzate nel settore “private” e compagnie assicurative del ramo “vita” in tutti i Paesi industrialmente più avanzati.



Sono oggetto di maggior interesse in particolare quelle europee e specializzate in forme di investimento alternative, nel private equity e negli investimenti immobiliari. Evidentemente quel che risulta chiaro agli attori di tali iniziative è che la crescita organica risulta troppo lenta o poco remunerativa in comparazione con la possibilità di crescere per linee esterne, cioè attraverso acquisizioni.

UNA PROSPETTIVA DI MERCATO INTERESSANTE MA IL SETTORE SI AVVIA AD ESSERE SEMPRE PIÙ CONCENTRATO IN POCHE FORTI MANI



I prossimi anni vedranno infatti un affollamento di pensionamenti dei “baby boomers” nati negli anni cinquanta e sessanta, ciascuno con il suo piccolo o grande malloppo di risparmi per la vecchiaia, mentre un sempre minor numero dei medesimi appare intenzionato a “fare da sè” nella gestione degli investimenti. Una prospettiva dunque in crescita e con margini apprezzabili, sebbene la sempre maggior concentrazione del mercato del risparmio gestito in pochi grandi “player” e la scarsità di società “obiettivo” non faccia che aumentare decisamente le valutazioni di queste ultime. È notizia fresca ([Financial Times](#) di venerdì 16/3) che anche Amundi (che l’anno scorso ha acquisito Pioneer in Italia) si sia lanciata nella corsa stanziando circa mezzo miliardo di euro, mentre sta per quotarsi in Borsa a Londra DWS, il ramo di private banking di Deutsche Bank mentre anche le americane Goldman Sachs e Blackstone, l’australiana Challenger stanno partecipando alla corsa per acquisire tanto patrimoni in gestione quando competenze specialistiche e specificità territoriali mentre infine Elliot Management (la medesima al centro della querelle su TIM) si prepara a una mega-acquisizione della compagnia di assicurazioni “vita” americana Prosperity Life.

UNO SCENARIO COMPLESSIVO EVIDENTEMENTE RASSICURANTE MA ANCHE L’OPPORTUNITÀ DI UNA CRESCITA CONCATENATA

Evidentemente lo scenario dei mercati finanziari non appare a nessuno di questi grandi gruppi così preoccupante, la corsa alla risalita dei tassi un fenomeno non certo destabilizzante e le prospettive economiche non certamente tali da inibire valutazioni da capogiro e forti incentivi ai managers che ci lavorano. Si parla infatti di valori d’azienda compresi tra le 9 e le 11 volte il margine di intermediazione, con punte anche molto superiori. L’aspettativa implicita degli acquirenti è dunque che i mercati finanziari non vivranno a breve grandi sconvolgimenti, che i robo-advisers non devasteranno il mercato, che le commissioni di gestione non subiranno ulteriori riduzioni.



Bisogna d’altronde notare che il mercato del risparmio gestito continua la sua crescita e parallelamente prosegue la corsa alla sua concentrazione in poche grandi mani. Le acquisizioni in questione possono infatti riservare due differenti vantaggi ai loro promotori: crescere in velocità dimensionalmente, per raggiungere le opportune economie di scala in un settore – quello del risparmio gestito – sempre più globalizzato, ma anche eventualmente attivare un interessante gioco di scatole cinesi facendo sì che ciascuna società o banca acquisita possa a sua volta utilizzare le risorse finanziarie in gestione per effettuare altre acquisizioni a valle, cogliendo un’opportunità di leva implicita in un settore

che evidentemente rimane nonostante tutto ancora relativamente poco monitorato dalle autorità di vigilanza.

Stefano di Tommaso