

UNICREDIT Nell'era Profumo gli azionisti hanno ottenuto un total return doppio rispetto all'indice delle banche Ue. Chi verrà dopo sa che si dovrà confrontare con questi risultati. Problema noto anche a chi deve scegliere il successore. Ecco che cosa chiede il mercato

Un trono a ostacoli

di Roberta Castellarin e Paola Valentini

Chi ha puntato su Alessandro Profumo è difficile che ci abbia rimesso, almeno in Borsa. Negli anni in cui lui ha guidato Unicredit, il titolo ha garantito un total return del 260%, superando la performance dei competitor europei e di Piazza Affari. «Chi ha comprato ad inizio 1997 ha sempre battuto il paniere delle banche europee, in qualsiasi momento abbia deciso di uscire. E si è preso delle belle soddisfazioni anche nei confronti dei titoli di Stato italiani e dell'indice generale della Borsa italiana. Ci avrebbe rimesso, in entrambi i casi, solo se fosse uscito ai minimi del 2009». Parola di Silvio Olivero di Cellino e associati sim, l'analista che ha effettuato per *MF-Milano Finanza* un'analisi sulla redditività dell'azione di Piazza Cordusio dal 1997, quando Profumo diventò ad dell'allora Credito Italiano, fino alla sua uscita dalla banca voluta dal cda il 21 settembre scorso.

Se nel corso della crisi bancaria Unicredit era fra le banche più chiacchierate e ha sottoperformato, sia pur di poco, rispetto all'indice bancario europeo fra il 2007 ed



il 2009, l'eccezionale sovraperformance di Unicredit fra i minimi del 2009 ed oggi testimonia come il mercato avesse ecceduto nel giudicare negativamente la sua solidità. «In sintesi Unicredit è stata, sotto la guida di Profumo, uno dei migliori titoli bancari europei ed uno dei migliori titoli azionari quotati presso la Borsa Italiana, ma ha fortemente pagato la crisi del 2009 in termini di volatilità, a causa dei sospetti che potesse esservi più coinvolta di altri istituti», conclude Olivero.

Chi prenderà

adesso il timone della banca dovrà fare i conti con questa eredità e con uno scenario di mercato non facile per il mondo del credito in generale. Peraltro Unicredit non è più solo una ban-

ca italiana, ma un vero e proprio colosso internazionale presente in 22 paesi. Non stupisce quindi che il mercato si divida tra chi chiede la continuità con la scelta di un manager interno al gruppo e chi, invece, vorrebbe una figura di spicco con vocazione internazionale. Proprio la spaccatura che emerge da un sondaggio condotto da *MF-Milano Finanza* tra oltre 20 case d'investimento italiane ed estere all'indomani dell'addio di Profumo.

Il 44% dei big money chiede una soluzione interna con un manager cresciuto nella banca come, per esempio, Roberto Nicastro, oggi responsabile globale della business area retail. Un'ipotesi che circola anche tra i consiglieri che nei prossimi giorni dovranno designare il nuovo ad. C'è, invece, chi preferirebbe una scelta di rottura con una figura che vanti contatti ed esperienze all'estero, ma in questo secondo caso i gestori si dividono tra chi (il 31%) chiede un manager

di estrazione bancaria (è circolato il nome di Andrea Orcel), e chi (il 25%) preferirebbe una figura istituzionale sul modello di Vittorio Grilli. Su un punto, però, sono tutti d'accordo: il mercato chiede una figura indipendente dalla politica, che abbia come stella polare la creazione di valore per gli azionisti e sia capace di difendere la vocazione internazionale del gruppo. Come riassume Tommaso Federici, responsabile gestioni patrimoniali di Banca Ifigest: «Ci vuole un manager veramente indipendente che faccia gli interessi di tutti gli stakeholder ed in primis dei suoi azionisti. E non sarà un compito facile, perché stiamo parlando di uno dei campioni nazionali, il cui ruolo nel tessuto economico e finanziario nazionale è strategico». Aggiunge Marco Nicolai, direttore generale di Finlombarda: «Sceglierei un profilo di mercato, meglio se con una precedente esperienza bancaria internazionale. Unicredit è l'ottava banca europea e la più in-

ternazionale tra quelle italiane. Non dobbiamo perdere una delle poche occasioni che ci rimangono per competere a livello mondiale».

Nell'attesa che arrivi il nuovo ad diverse investment bank hanno comunque rivisto al ribasso il giudizio sul titolo, nel timore che venga penalizzato in questa fase d'incertezza (anche se in borsa in questi giorni l'azione ha sostanzialmente tenuto). I temi sul tavolo sono però tanti. Gli analisti di Banca Leonardo, per esempio, consigliano di sottoposare il titolo, temendo nel prossimo futuro una vacatio di leadership che inneschi una battaglia interna per il potere, con il rischio che la politica metta becco nelle decisioni aziendali, determinando in questo modo un'incertezza nelle scelte strategiche.

Anche Interamente, che dà un'indicazione neutral al titolo, tiene conto del rischio che la nomina risulti il frutto di troppi compromessi, di un board diviso e di

LA PERFORMANCE DI PROFUMO A CONFRONTO CON COMPETITOR E PIAZZA AFFARI

Total return di 100 euro investiti

	MOMENTO DI INGRESSO	MOMENTO D'USCITA									
		Massimi di Unicredit bolla speculativa del 2000		Minimo di Unicredit 2003		Massimo di Unicredit 2007		Minimo di Unicredit grande recessione 2009		22 settembre 2010	
		Unicredit	Banche Euro	Unicredit	Banche Euro	Unicredit	Banche Euro	Unicredit	Banche Euro	Unicredit	Banche Euro
UNICREDIT VS BANCHE EURO	◆ Inizio era Profumo	592,8%	193,3%	275,3%	43,6%	980,1%	368,8%	10,3%	-2,8%	259,0%	123,4%
	◆ Massimi di Unicredit bolla speculativa del 2000			-45,8%	-51,1%	55,9%	59,8%	-84,1%	-66,9%	-48,2%	-23,8%
	◆ Minimo di Unicredit 2003					187,8%	226,5%	-70,6%	-32,3%	-4,3%	55,6%
	◆ Massimo di Unicredit 2007							-89,8%	-79,3%	-66,8%	-52,3%
	◆ Minimo di Unicredit grande recessione 2009									225,4%	129,9%
UNICREDIT VS PIAZZA AFFARI		Unicredit	Azioni Italia	Unicredit	Azioni Italia	Unicredit	Azioni Italia	Unicredit	Azioni Italia	Unicredit	Azioni Italia
	◆ Inizio era Profumo	592,8%	208,7%	275,3%	55,1%	980,1%	286,2%	10,3%	28,2%	259,0%	119,2%
	◆ Massimi di Unicredit bolla speculativa del 2000			-45,8%	-49,7%	55,9%	25,1%	-84,1%	-58,5%	-48,2%	-29,0%
	◆ Minimo di Unicredit 2003					187,8%	148,9%	-70,6%	-17,4%	-4,3%	41,3%
	◆ Massimo di Unicredit 2007							-89,8%	-66,8%	-66,8%	-43,2%
◆ Minimo di Unicredit grande recessione 2009									225,4%	71,0%	
UNICREDIT VS BTP		Unicredit	Btp	Unicredit	Btp	Unicredit	Btp	Unicredit	Btp	Unicredit	Btp
	◆ Inizio era Profumo	592,8%	30,6%	275,3%	56,8%	980,1%	78,5%	10,3%	97,6%	259,0%	97,4%
	◆ Massimi di Unicredit bolla speculativa del 2000			-45,8%	20,1%	55,9%	36,7%	-84,1%	51,4%	-48,2%	51,2%
	◆ Minimo di Unicredit 2003					187,8%	13,8%	-70,6%	26,1%	-4,3%	25,9%
	◆ Massimo di Unicredit 2007							-89,8%	10,7%	-66,8%	10,6%
◆ Minimo di Unicredit grande recessione 2009									225,4%	-0,1%	

Il periodo di osservazione inizia il 1° gennaio 1997 e termina il 22 settembre 2010. Gli indici con cui si confronta l'andamento del titolo Unicredit tengono conto del reinvestimento dei dividendi e cedole incassati. Per Unicredit si è tenuto conto di rettificare i prezzi storici sia per l'effetto dei dividendi distribuiti sia per effetto degli aumenti di capitale. Per il confronto si è impiegato l'indice Mts Btp, l'indice Comit Performance e l'indice Msci Emu Banks Total Return. La parità tra lira ed euro è stata definita il 31 dicembre 2008 e nei primi due anni del periodo di osservazione la lira si è deprezzata di circa l'8%. Per questo motivo, le performance delle tre attività denominate in lire sono state ridimensionate per l'effetto del deprezzamento del cambio. L'operazione si è resa necessaria per omogeneizzare le performance con l'indice Msci. Le performance sono sempre riferibili a 100 ipotetici euro investiti in ciascuna data di partenza

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati Sim su dati Eos e FactSet

crescenti esigenze politiche da ottemperare. Equita ha rivisto il giudizio da buy a hold per lasciare spazio a Intesa Sanpaolo, sottolineando che per evitare contraccolpi pesanti la scelta di un nuovo Ceo deve avvenire in tempi brevi ed essere apprezzata dal mercato.

Meno pessimisti i gestori interpellati da *MF.Milano Finanza* che considerano il titolo a sconto sui multipli. Per il 50% dei money manager, infatti, l'azione Unicredit resta da comprare. Mentre soltanto il 38% consiglia di vendere. Spiega Nicolai: «È probabile che il nuovo ad scelga all'inizio un approccio conservativo per partire da una base più solida, quindi nel breve periodo il titolo è da vendere, per chi ha però una visione di medio periodo a questi prezzi può ancora comprare». A breve, infatti, i money manager temono che il nuovo ad, soprattutto se di provenienza esterna, possa fare operazioni di rottura con il passato o svalutazioni, per poi ripartire con conti più solidi. «Temiamo un nuovo aumento di capitale. La scelta delle fondazioni di punire Profumo per le ricapitalizzazioni fatte durante la crisi potrebbe rivelarsi un boomerang. Da sempre chi arriva alla guida di una banca, per prima cosa fa pulizia, dando la colpa al predecessore. Potrebbe, quindi, decidere di rafforzare il patrimonio dell'istituto», dice il responsabile investimenti di un importante banca estera. E anche gli analisti di Banca Leonardo sottolineano: «Il successore riceverà la difficile eredità di gestire un gruppo internazionale, complesso e in ristrutturazione, che fa fatica a raggiungere una redditività adeguata». Problema, quest'ultimo, comune anche alle altre banche.

L'utile del gruppo è sceso dai 6,5 miliardi del 2007 agli 1,7 del 2009. E nel primo semestre il risultato netto è stato di 670 milioni di euro. La banca, come i competitor, deve fare i conti con una situazione generale difficile. «Anche se nel lungo termine il nuovo ad potrà cambiare la strategia del gruppo, nel medio termine la redditività resta più legata al ciclo economico che non alla bravura di chi è al timone. Investire in Unicredit è un modo di scommettere su una normalizzazione delle condizioni dell'economia», dicono gli analisti di Credit Suisse, che mantengono un giudizio outperform anche dopo la fine dell'era Profumo. L'unico dato certo è che il successore dovrà ingegnarsi per replicare i risultati ottenuti dall'ex ad. Dall'analisi di Cellino sim emerge, infatti, che il manager ha più che doppiato l'indice delle banche della zona euro, che si è fermato in questi 13 anni al +123% contro, appunto, il +259% di Unicredit. Anche chi avesse venduto ai minimi del 2009 avrebbe ottenuto un +10% contro il -2% delle banche europee. Ma questo non è l'unico stimolo per il successore a ripetere, se non a superare, i risultati di Profumo. Poter replicare, alla fine, la sua buonuscita non è certo motivazione da poco. Ci sono 40 milioni di motivi per provarci. (riproduzione riservata)