

# SCARSA SIGNIFICATIVITA' DELLA VALUTAZIONE FONDAMENTALE di Guido Bellosta (LombardReport.com)

Il concetto di "valore di una società" è un termine astratto.

Per superare le difficoltà la dottrina preferisce ipotizzare un valore generale, "congruo" in condizioni normali di mercato ed un valore soggettivo.

Valore generale: si intende con questo termine una valutazione congrua, in situazioni normali di mercato. Tale valore viene calcolato tenendo conto:

1. Del flusso dei redditi futuri previsti;
2. Della loro distribuzione temporale;
3. Della situazione dei mezzi finanziari sul mercato.

Tale valutazione prescinde ovviamente dal plusvalore che una società presenta in caso di take-over o dalla minusvalenza spesso dovuta ad una possibile vendita forzata.

La ricerca del valore generale è necessaria, anche se spesso inutile. Offre una prima immediata impressione sulla eventuale sopravvalutazione di una società. Viene spesso utilizzata dagli arbitraggisti che operano per le società più economiche a parità di altre condizioni.

Non ci stancheremo di ricordare che si tratta di una stima largamente approssimativa, effettuata valendosi di una miriade di ipotesi futuristiche spesso successivamente negate dai fatti.

A tale valutazione "generale" si giunge attraverso l'utilizzo di molteplici metodologie. La dottrina ha infatti elaborato, come strumenti di indagine, metodi reddituali, metodi misti patrimoniali e metodi basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa e attraverso i coefficienti di mercato. Una necessaria premessa: di solito l'esperienza ci insegna che i flussi di cassa vengono sempre valutati positivamente. Il futuro è roseo per quasi tutte le analisi. Consiglio la lettura di molte relazioni societarie dell'ultimo decennio. Tutte finiscono solitamente con un "buy", dopo aver previsto una inesauribile e crescente corrente di utili. Si prescinde sempre da qualsiasi possibile accadimento negativo (i famosi entelechiani di bocconiana memoria) come se tale eventualità non pendesse come una spada di Damocle su tutti gli investimenti. Valga come esempio la svalutazione brasiliana, impreveduta nelle analisi delle società italiane che operano con il Brasile.

Tutti i metodi che siamo costretti a riportare per dovere di cronaca, presentano somma incertezza e poca affidabilità. Servono soltanto, a nostro modesto giudizio, come strumento di arbitraggio tra analoghe situazioni operative.

Metodo reddituale puro: si basa sulla capitalizzazione illimitata del reddito. La formula è la seguente:

$$W = R / i$$

W = valore dell'azienda

R = reddito medio-normale atteso

i = tasso di attualizzazione

Vi sono ovvi problemi già nel valutare il possibile reddito normale atteso. Ancora maggiori incertezze derivano dal fissare il tasso di attualizzazione che esprime il rendimento giudicato congruo da un investitore tenendo presente i rischi. Il tasso tiene conto del rendimento reale di lungo periodo degli impieghi a rischio limitato (come il rendimento ottenibile dalle obbligazioni statali) e del premio di rischio correlato alla specifica attività aziendale.

Il calcolo dei tassi di interesse è estremamente difficile in quanto spesso sono manipolati dai governi.

De Giovanni e Mottana nel loro interessante libro "Analisi tecnica e fondamentale di borsa" ci ricordano che "[...]Gli strumenti volti al controllo dell'offerta di moneta e del livello dei tassi d'interesse sono molteplici: riserva obbligatoria detenuta in banca centrale del sistema bancario, interventi sul saggio ufficiale di sconto, assorbimento bancario di quote del debito pubblico non sottoscritte, etc. Queste tipiche operazioni di politica monetaria sono destinate ad influenzare, più o meno direttamente, la quantità di moneta disponibile sul mercato e, quindi, il livello dei tassi d'interesse. Un aumento della base monetaria determina, infatti, di norma un ribasso dei tassi; tale effetto è provocato dal comportamento del pubblico che tende ad impiegare la maggiore disponibilità per acquistare, tra l'altro, titoli il cui automatico aumento del prezzo genera una riduzione del relativo saggio di rendimento. Effetti opposti si rilevano, ovviamente, a seguito di manovre restrittive. Una riduzione dei tassi innescata da un aumento dell'offerta di moneta tende peraltro a riflettersi positivamente su investimenti e produzione con i conseguenti miglioramenti negli utili e nei dividendi distribuiti dalle imprese; non sempre, tuttavia, ad un aumento dell'offerta di moneta corrisponde

un'evoluzione positiva dei prezzi azionari. Il livello dei tassi d'interesse risulta infatti interessato da altri importanti fattori d'influenza dei quali può vanificare ogni ricerca intesa a stabilire relazioni dirette tra tassi e politica monetaria. Si consideri, a tale riguardo, il livello dei tassi di interesse vigenti all'esterno del sistema economico di riferimento; tale saggio appare normalmente collegato ai tassi interni in base a relazioni volte ad evitare movimenti di capitale incompatibili con particolari disegni di salvaguardia dei corsi di cambio e delle riserve ufficiali. La misura dello squilibrio tra tassi interni e tassi esteri è strettamente connessa con le aspettative degli operatori in ordine all'evoluzione dei mercati valutari; L'arbitraggio tra monete si dimostra infatti conveniente solo se il differenziale tra i tassi d'interesse, ovviamente favorevole alla valuta più "debole", risulta superiore al deprezzamento atteso.

Un altro fenomeno destinato a incidere sul livello dei tassi interni è il saldo della bilancia dei pagamenti: una variazione negativa (positiva) provoca la distruzione (creazione), per la quota non sterilizzata da aggiustamenti di cambio o da manovre sulla posizione netta verso l'estero del sistema bancario, di un ammontare equivalente di base monetaria; ciò, come è noto, determina un aumento (diminuzione) dei tassi d'interesse che ingenera a sua volta un rallentamento (accelerazione) della domanda aggregata e, in particolare, delle importazioni. Ne consegue un parziale, ma significativo, riassorbimento del deficit (surplus) peraltro favorito anche dall'afflusso (deflusso) di capitali indotto dal rialzo (ribasso) dei tassi interni. [...]"

### Metodi misti patrimoniali-reddituali

L'analisi di bilancio permette una buona valutazione della componente patrimoniale della società. Ovviamente se i bilanci sono veritieri. Naturalmente il solo dato patrimoniale non può esprimere la capacità della società di remunerare adeguatamente il capitale. Inoltre, questo dato poco dice per società operanti in settori tecnologicamente avanzati. Il mix tra le due metodologie (puro reddituale + patrimoniale) offre una prima discreta impressione dell'azienda esaminata. Ma troppe incognite sono ancora presenti.

### Valutazione di una società attraverso i coefficienti di mercato

Il calcolo del rapporto P/E è facile. Lo strumento è popolare. Il rapporto esprime il numero di anni in cui l'azienda dovrebbe produrre utili per giustificare il prezzo dei titoli.

La sua significatività è immediata; il rapporto è ovviamente influenzato dalla redditività attuale dell'impresa; dalla prevista crescita degli utili e del relativo dividendo; dal grado di rischio dei settori in cui opera la società e dalla situazione internazionale dei mercati mobiliari.

Sempre avvalendoci del testo di De Giovanni e Mottana ricordiamo che

"[...] Il parametro rappresenta infatti il periodo di recupero monetario dell'investimento sulla base delle seguenti ipotesi:

- a) La cessione finale del titolo non è ammissibile per qualsiasi prezzo;
- b) Gli utili per azione costituiscono gli unici flussi di reddito e si considerano costanti nel tempo;
- c) La distribuzione degli utili è totale.

Ancorché talune ipotesi appaiano piuttosto forti non si possono negare i molti pregi dell'indice: sintetico, semplice e comprensibile. In linea di massima si può affermare che quanto minore è il rapporto P/E tanto maggiore dovrebbe essere la convenienza agli acquisti; è evidente, tuttavia, che la mancanza di livelli di riferimento oggettivi potrebbe compromettere l'efficacia delle indicazioni fornite dal P/E. In un'ottica meramente operativa si possono distinguere le seguenti tipiche situazioni:

- Incremento del valore del P/E; in tal caso si può presumere che il mercato segnali potenzialità di sviluppo per l'impresa superiori alla misura stabilita dalla crescita degli utili. Un aumento del valore del P/E potrebbe peraltro esprimere una riduzione del prezzo corrente inferiore al decremento degli utili oppure una lievitazione delle quotazioni a fronte di un decremento degli utili;
- Stabilità del valore del P/E; in tal caso la crescita aziendale e l'entità degli utili risultano perfettamente riflesse nell'evoluzione dei prezzi di mercato. Le aspettative degli investitori, in sostanza, sarebbero in piena sintonia con le indicazioni implicitamente lasciate trapelare dalla società quotata attraverso la consistenza degli utili;
- Decremento del valore del P/E; in tal caso all'aumento (diminuzione) degli utili corrisponde un indebolimento (rafforzamento) meno (più) che proporzionale dei prezzi di mercato.

La costruzione di un corretto rapporto P/E riferito ad una determinata società quotata dovrebbe sempre prevedere l'osservanza delle seguenti regole basilari:

- a) Ritenere inammissibili le fluttuazioni tecniche di breve periodo dei prezzi borsistici dovute a risultati d'impresa derivanti da eventi anomali oppure da accantonamenti a fondi fiscalmente ammessi;

- b) Imporre il rispetto dei principi di omogeneità temporale e dell'aggiornamento sistematico dei valori a rapporto.

La valutazione di un P/E non può prescindere da una sua comparazione con parametri medi relativi al settore a cui appartiene l'azienda; tale modalità assicura infatti un carattere "relativo" in grado di garantire una maggiore attendibilità alle indicazioni operative caratteristiche dell'indice P/E. L'interpretazione di questo importante parametro dipende infine dai diversi "modelli" teorici impiegati; P.W. Estep, ad esempio, definisce il rapporto:

$$P/E = (ROE - c) / [ROE (i - c)]$$

Dove: ROE è il rendimento del capitale proprio, c il tasso di crescita aziendale, i il saggio di rendimento atteso; cioè:

$$i = c + [(ROE - c) / r] + [(\Delta r / r) (1 + c)]$$

dove r indica il rapporto tra prezzo di mercato e patrimonio netto, mentre il tasso i dipende: dal tasso di crescita c, dal cash-flow yield cioè la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa interni superiori al fabbisogno finanziario indotto dal tasso di crescita e dal valuation change cioè la quota di rendimento dipendente da variazioni di valutazioni espresse dal mercato. Il modello di Estep esprime dunque una relazione diretta tra crescita e rendimento compensata peraltro dall'eventualità di autofinanziamento della crescita con conseguente depressione del rendimento complessivo. Un aumento dell'incidenza del tasso c, dunque, provoca una crescente vulnerabilità del titolo in un ambiente di mercato dominato da valutazioni negative. I numerosi modelli interpretativi formalizzati, la cui validità è ovviamente dipendente anche dalla correttezza delle procedure di stima delle variabili considerate, evidenziano generalmente P/E crescenti con tassi di crescita crescenti e relazioni inverse rispetto ai tassi d'interesse. [...]"

Nonostante le perplessità di molti commentatori questo strumento è insostituibile per valutare le imprese. Analoghe considerazioni valgono per il rapporto capitalizzazione netta / cash flow, probabilmente ancor più significativa in quanto tiene conto degli ammortamenti e delle riserve.

Basilare inoltre per ogni analisi è la conoscenza della eventuale progressione dell'utile per azione nell'ultimo triennio. Un dato che può confermare l'abilità del management nello sviluppare l'azienda.

Tutti questi rapporti si basano sui dati di bilancio. Purtroppo questo documento contabile non è affidabile.

Troppo spesso si perdono giorni per valutare una impresa basandoci su dati artefatti. Anni fa si parlava di tre bilanci: quello civile (sempre falso), quello fiscale (leggermente più veritiero) e quello nero, l'unico ineccepibile. Ora la situazione è notevolmente migliorata, ma le lacune non mancano. Troppi crediti sono presenti in bilancio come esigibili, quando ben si conosce la scarsa possibilità di incasso. Questo problema si è presentato in borsa l'anno scorso in occasione della cessione della Banca della Provincia di Napoli al Credito Emiliano. La banca partenopea denunciava mezzi propri attorno a Lit 1.600. Con l'avviamento – di cui parleremo in occasione delle valutazioni delle aziende di credito – il valore teorico superava quota 3.000. La cessione è avvenuta invece attorno a Lit. 1200 sconvolgendo migliaia di piccoli azionisti che avevano investito sul titolo bancario basandosi solo sui dati del bilancio.

Torna alla mente la vecchia battuta che i bilanci sono come i bikini: la parte migliore è sempre nascosta. Non ci sono infatti società di certificazioni che possono facilmente addentrarsi nei meandri di una complessa contabilità. Troppo spesso, se vuole mascherare una passività la società riesce lo stesso ad ottenere la certificazione.

Un effetto distorsivo sui bilanci, come ricordavo da Mottana e De Giovanni nel loro testo di Analisi tecnica è dovuto anche all'inflazione. I due autori affermano infatti:

"[...] In un periodo altamente inflazionistico l'analisi di bilancio può risultare fortemente condizionata dalla incongruità di alcuni valori con quelli reali; particolare attenzione bisogna prestare alle seguenti voci:

- Immobilizzazioni: sono quelle che più risentono dell'inflazione in quanto risultano iscritte a valori nettamente inferiori a quelli reali;
- Scorte: se l'azienda usa il metodo LIFO (last in first out) le scorte saranno sottovalutate;
- Indebitamento: il valore dei debiti a lungo termine calerà col progredire dell'inflazione;
- Fatturato: l'incremento rispetto all'anno precedente può essere stato ottenuto solo grazie all'aumento dei prezzi di mercato;
- Dividendi: un aumento degli stessi potrebbe essere anche negativo se il potere d'acquisto è inferiore a quello dell'anno precedente;

Non è questa la sede per illustrare le metodologie da seguire per un'analisi di bilancio inflazionato, ma rimandiamo alla lettura di testi specifici per chi volesse approfondire l'argomento. Tra le variabili da considerare, sicuramente l'inflazione occupa un posto in prima linea. [...]"

#### FRAGILITA' DELLE VALUTAZIONI AZIENDALI

I bilanci sono spesso perciò inaffidabili, il futuro è incerto, la concorrenza selvaggia. Investire è spesso un atto di fede. Ci si basa su serie storiche positive che mostrano i vantaggi sul lungo termine dell'investimento azionario. Dimenticano di dire che questi dati sono pubblicati ora, dopo un favoloso bull market ventennale. Chi ha acquistato le azioni nel 1966 ha avuto quindici anni di ritorni negativi. Non è tutto oro ciò che luccica.

#### ARBITRAGGI: UNICA POSSIBILITA' OPERATIVA. L'ESEMPIO DEL SETTORE BANCARIO

Valutare il rapporto P/E e P/Cash flow di una società è utile, a parità di zona operativa, per scegliere l'azienda più sottovalutata come investimento. La borsa è ondivaga. Dimentica talora un titolo per privilegiarne un altro che opera nello stesso settore per le ragioni più diverse: una interventista, una operazione sul capitale interessante, etc.

In tal caso la conoscenza di tali rapporti permette al gestore di scegliere l'investimento più remunerativo nello stesso settore. L'allargamento del mercato con la possibilità di operare anche all'estero reca il pericolo di incorrere in diverse metodologie contabili. L'esempio delle assicurazioni italiane sulla vita, che imputano le spese per le nuove polizze al primo esercizio, ne è un esempio evidente. Non tutti all'estero seguono questa procedura.

Pochi settori presentano perciò un numero consistente di società dal bilancio certificato, operanti nello stesso territorio con le medesime regole. Il settore bancario italiano offre questa caratteristica.

#### IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO (REDDITUALE MISTO) NEL SETTORE BANCARIO

La valutazione di una banca, presupponendo bilanci onesti, è solitamente collegata con il valore patrimoniale dell'istituto e con la raccolta. Si prescinde dalla componente reddituale. La formula adottata è  $W = K + A$ , dove K è il patrimonio netto rettificato e A il valore strategico della raccolta (avviamento).

La dottrina e la prassi hanno ormai consolidato questa metodologia. In primo luogo viene valutato il patrimonio dell'azienda di credito. Si corregge il dato contabile con gli eventuali crediti inesigibili e con le plusvalenze e minusvalenze sugli immobili sociali. Si valutano inoltre eventuali discrepanze sul valore delle partecipazioni. Questo dato denuncia il valore corretto del patrimonio dell'istituto di credito.

A questa voce si aggiunge l'avviamento, calcolato come una percentuale della raccolta diretta ed indiretta della banca. La percentuale da applicare è variata moltissimo nell'ultimo decennio. Alla fine degli anni ottanta questa percentuale aveva toccato livelli elevati per l'impossibilità pratica di aprire nuove banche. La banca d'Italia infatti evitava accuratamente di concedere nuove licenze e distillava l'apertura di nuove agenzie da parte di istituti di credito già operanti. In un mercato chiuso il prezzo delle banche era cresciuto. La successiva liberalizzazione del settore ha provocato una diminuzione temporanea del valore degli istituti di credito. Da alcuni anni invece la febbre delle fusioni, per raggiungere immediatamente la desiderata massa d'urto ed ottenere economie di scala, ha risospinto all'insù la valutazione delle banche.

La percentuale sulla raccolta diretta oscilla tra il 7% ed il 13%, mentre scende tra l'1% ed il 3% per l'indiretta. Taluni esempi chiariranno la selva di valutazioni e la pratica impossibilità di valutare esattamente un istituto di credito. La valutazione a cui sono avvenute queste cessioni sono direttamente correlate alla necessità di espansione del compratore, forse per evitare che la preda cadesse in mani nemiche. Se tale situazione non era grave il prezzo scendeva. Si tratta perciò di valutazioni soggettive.

Il prof Provasoli e il prof Iovenitti hanno ricordato, in occasione della recente fusione tra CAB e Banca S. Paolo di Brescia i criteri di valutazione. Approfondiamo perciò l'argomento citando l'analisi dei due noti e stimati studiosi.

"E' opportuno segnalare che fino al più recente passato, in Italia, i "prezzi" fatti nelle negoziazioni di pacchetti azionari di controllo di società di banche si sono ampiamente basati su "valori" calcolati secondo il metodo patrimoniale complesso che stima  $W=K+A$ , in cui K è il valore del patrimonio netto rettificato ed A esprime il valore strategico della raccolta, di norma denominato "avviamento". In tale prospettiva metodologica A è stato prevalentemente stimato applicando, con criteri empirici, due diverse percentuali all'aumentare della raccolta, diretta ed indiretta.

L'ipotesi implicita raccolta, che costituisce il fondamento di tale regola valutativa consiste nel supporre l'esistenza di una relazione di tipo lineare tra la raccolta di date masse finanziarie e l'attitudine della banca a produrre nuova ricchezza in misura soddisfacente.

Tali prassi italiana ha trovato ragione in un insieme di fattori anche storici tra i quali, i più significativi, sembrano essere i seguenti:

- Il mercato dei capitali delle banche è stato influenzato per lungo per un lungo periodo da un regime vincolistico con riguardo all'apertura di nuovi sportelli e all'ottenimento di licenze;
- Le negoziazioni di banche avvengono in Italia in un circuito ristretto in cui l'acquirente di una banca è stato quasi sempre un'altra banca, che soddisfa in tal modo le proprie esigenze di sviluppo dimensionale e territoriale;
- In questo contesto, i prezzi definiti in negoziazioni di banche non sono agevolmente parametrabili a quelli di investimenti finanziari alternativi, proprio in ragione delle motivazioni delle acquisizioni e dei vincoli istituzionali posti all'espansione "interna".

Il metodo patrimoniale complesso – così come in precedenza delineato – non può quindi essere applicato senza le dovute cautele. In particolare, le percentuali empiriche da applicare alla raccolta diretta ed indiretta al fine di determinare l'avviamento (A) dovrebbero essere scelte dopo un accurato raffronto tra la situazione della singola banca considerata e quella espressa dal sistema, nonché dopo un'analisi interna tra i dati delle banche che più direttamente si confrontano nella fusione. Il raffronto in parola ha normalmente ad oggetto le posizioni competitive, il grado di efficienza operativa, gli indicatori di composizione e di concentrazione dei rischi, nonché i più significativi aggregati reddituali e patrimoniali.

Va considerato che in tempi recenti sono state modificate le condizioni normative che regolano il mercato creditizio e con esse sono mutate molte circostanze che influiscono sulla competizione nel settore e sulla redditività delle aziende di credito che vi operano.

Come dinanzi accennato, nel passato, vincoli amministrativi determinavano un sostanziale blocco delle licenze all'esercizio del credito e sottoponevano ad autorizzazione della vigilanza l'apertura di nuovi sportelli. In siffatte circostanze lo sviluppo territoriale di un'azienda di credito poteva essere perseguito principalmente per mezzo dell'acquisizione di altre aziende di credito. Ciò determinava una significativa imperfezione del mercato del credito e giustificava l'orientamento valutario dianzi descritto.

Recentemente, nuove norme hanno abolito i vincoli citati. Il recepimento della direttiva CEE 89/646, in particolare, ha modificato, con orientamento significativamente più liberistico, le disposizioni che regolano l'accesso all'esercizio del credito e soprattutto quelle che governano le modalità e l'ampiezza dell'operatività degli enti creditizi.

Per tal modo le condizioni di competitività nel settore creditizio si sono via via accentuate, mentre la crescita della singola azienda di credito trova alternative interne di soluzione, assenti nel passato: alternative che, comunque, concorrono a costruire parametri di riferimento anche per apprezzare la convenienza ad assumere, a dati prezzi, partecipazioni di controllo in altre imprese bancarie.

Si ritiene pertanto che le condizioni di formazione dei prezzi accertate nel passato siano in lento ma inevitabile cambiamento, in quanto frutto di circostanze e di opportunità oggi non più completamente verificabili.

In questo quadro, i profili di appetibilità strategica delle aziende di credito appaiono sempre meno collegabili al solo parametro dei volumi raccolti e intermediati, ed invece sempre più connesse, in via primaria, a condizioni di efficienza e redditività se pur non disgiunte da circostanze espressive di dimensioni strutturali di processo, di risorse, di quote di mercato e così via.

Le considerazioni esposte spiegano i motivi per cui, nel recente passato, in risposta alle nuove condizioni accertate, sono andate diminuendo le misure dei coefficienti secondo cui venivano apprezzati i valori della raccolta diretta ed indiretta nei processi di calcolo dell'avviamento delle imprese bancarie.

Tali considerazioni spiegano altresì perché, al fine della stima del valore delle aziende di credito, il criterio patrimoniale complesso con determinazione empirica dei coefficienti di avviamento sia stato spesso affiancato ad altri criteri che più direttamente ponderano attese di redditività. In questa prospettiva la dottrina aziendale e la prassi hanno elaborato criteri che si affiancano o si sostituiscono al criterio patrimoniale complesso applicato con procedimenti tradizionali.

Si fa qui riferimento al criterio reddituale e al criterio misto reddituale-patrimoniale (nella formazione correntemente denominata "U.E.C. complesso"), atto a comporre una sintesi dei profili di appetibilità correlabili alla dimensione reddituale e a quella patrimoniale. Le modalità attuative di queste soluzioni metodologiche sono illustrate nel seguito.

Nella determinazione del rapporto di cambio il ruolo del valore delle società interessate alla fusione calcolato con i criteri sopra richiamati assume generalmente significato preincipale.

Tuttavia, quando entrambe le società direttamente interessate alla fusione hanno azioni quotate in mercati mobiliare regolamentati, prassi e dottrina suggeriscono di tener conto, in via complementare, dei risultati desunti dalle quotazioni, mediate per periodi sufficientemente ampi di tempo. In tal caso il quadro dei

riferimenti valutativi si arricchisce: ai criteri metodologici dianzi descritti si affianca il contributo segnaletico offerto dai prezzi espressi dal mercato. Ciò è quanto si verifica nella fusione in considerazione.

Nella fattispecie va peraltro segnalato che i prezzi di mercato, calcolati per periodi significativi, tendono ad assumere rilievo maggiore che in altre operazioni di fusione. Le due società con la fusione, realizzano infatti una concentrazione di interessi espressiva di volontà indipendenti. Nessuna di esse né prima, né all'atto della fusione, ha posseduto e possiede, nell'altra, alcuna partecipazione.

I titoli di ognuna sono ampiamente trattati sul mercato azionario in condizioni caratteristicamente simili. Fatta eccezione per un periodo limitato, agevolmente ed oggettivamente circoscrivibile, i prezzi delle rispettive azioni riflettono condizioni specifiche proprie di ciascuna azienda, condizioni di settore e condizioni generali comuni a tutte. Non si trovano qui riflessi nei prezzi delle azioni delle società in considerazione circostanze che, per contro, possono talora limitare il significato delle quotazioni nelle fusioni tra società controllanti e società indefettibilmente controllate.

Per tali motivi il contributo segnaletico offerto dal rapporto di cambio espresso dai prezzi di mercato opportunamente calcolati è, nella fattispecie considerata, maggiore che in altri casi.

Va infine ricordato, sempre a proposito del contributo segnaletico dei parametri di mercato, che, oltre alla rilevazione delle quotazioni tratte dai mercati organizzati (ove siano quotate le azioni delle società interessate alla fusione), si fa talora ricorso ai prezzi di negoziazione confrontabili (per l'oggetto). Tuttavia questo riferimento ha portata limitata: in generale, infatti, il prezzo è solo una (ancorché rilevante) condizione di una negoziazione e, come tale, può essere sensibilmente influenzato dalle altre condizioni negoziali; in particolare, poi, occorre rilevare che i valori stimati per una fusione, specie nella prospettiva qui esaminata, non possono certo assimilarsi a "valori-prezzi" negoziati nella compravendita di quote di controllo, magari comprensivi di premi di maggioranza.

A conclusione delle considerazioni generali qui esposte, i periti hanno ritenuto pertinente utilizzare, ai fini della stima del valore economico delle aziende bancarie direttamente partecipanti alla fusione, i seguenti metodi di valutazione:

- Il metodo reddituale puro, che stima  $W=R/i$ , dove  $R$ =reddito medio normale atteso netto reale e  $i$ = tasso di capitalizzazione.
- Il metodo patrimoniale complesso con stima autonoma del valore d'"avviamento" sulla raccolta, che determina  $W=K'$  dove  $K'=K+A$  in cui  $K$ =valore del patrimonio netto rettificato e  $A$ =valore dell'appetibilità strategica della raccolta calcolato mediante due distinte percentuali, empiricamente stimate, sulla raccolta diretta ed indiretta o assimilata;
- Il metodo misto U.E.C. complesso con determinazione autonoma del valore della raccolta, che stima  $W=K'+(R-K')/i$ , in cui la determinazione della rettifica reddituale del valore della raccolta (R-K') si configura come valore attuale dell'extra reddito (positivo o negativo) per il periodo n al tasso i' ed in cui K' è costituito dal patrimonio netto rettificato aumentato del valore della raccolta, diretta ed indiretta, calcolato con il metodo patrimoniale complesso:
- Le indicazioni espresse dal mercato mobiliare in un periodo giudicato significativo relativamente alle azioni delle due Banche direttamente interessate alla fusione. [...]"

Una media tra i tre dati rappresenta il rapporto "congruo".

#### ALCUNI ESEMPI DI VALUTAZIONI DI BANCHE NELL'ULTIMO DECENNIO

Attorno agli anni '90 la Commercio&Industria ha acquistato la Popolare di Vigevano (patrimonio circa 80 miliardi, raccolta 400 miliardi) pagandola quasi 200 miliardi. Una valutazione dell'avviamento superiore al 20%, ma con un contenuto rapporto (per l'epoca) valutazione/mezzi propri attorno 2,5.

Nel novembre 93 la BAM ha acquistato Cooperbanca valutando la raccolta diretta diretta al 13% e l'indiretta al 3%.

Nel dicembre 1994 la famosa OPA ostile del Credito Italiano sul Romagnolo, al secondo rilancio, valutava all'8% la raccolta diretta, al 4% i certificati di deposito, al 3% la raccolta indiretta, all'1% la raccolta amministrata. Un vero colpo, a distanza di cinque anni.

Nello stesso periodo la Popolare dell'Emilia acquistava la Ravenna: pur di ottenere la maggioranza pagava Lit. 55.000 per azione. Nel febbraio 98 offriva in pubblica sottoscrizione le azioni eccedenti il controllo a Lit. 33.000. Aveva valutato la banca nel '94 340 miliardi oltre 2,6 volte i mezzi propri, con il P/E a 37.

Ma la caccia alle banche si sta intensificando. I prezzi ora sono tornati a salire di riflesso alla crescita delle borse internazionali. All'estero la maggior parte degli istituti (solitamente però molto più redditizi delle banche italiane) quota talora fino a quattro volte i mezzi propri.

La recente OPA del Monte Paschi su BAM valuta la banca mantovana 2,5 volte i mezzi propri, con un P/E attorno a 30. Una valutazione equa, non stratosferica.

Tra le banche minori le compravendite avvengono a prezzi ben superiori. Nel 1998 la Popolare Vicentina ha acquistato la Popolare Udinese valutando la raccolta diretta al 16% e l'indiretta al 4,5%. CariTrento era stata valutata dal Credito Italiano due volte i mezzi propri e ben 49 per il P/E. CariVerona ha acquistato il Credito Bergamasco con P/E 42, Intesa ha preso Friuladia con un P/E 39 pagando tre volte il patrimonio. Anche la Popolare Udinese e la Popolare di Valdobbiadene erano state pagate tre volte il patrimonio.

### VALUTAZIONE SULLA BASE DEL NUMERO DEGLI SPORTELLI BANCARI

Da alcuni anni, le banche vengono anche valutate sulla base degli sportelli. La valutazione si aggirava sui 5 miliardi per sportello.

Recentemente la Banca Popolare Commercio Industria ha rilevato sportelli del Banco di Roma pagando quasi 6 miliardi per sportello.

Notizie di stampa riportano che la Banca Lombarda sta rilevando la Cassa di Risparmio di Tortona valutando gli sportelli 10 miliardi.

La corsa alle ipervalutazioni continua.

Dopo questa valanga di cifre la conclusione è ovvia:

1. La valutazione dell'istituto di credito deriva dalla sua appetibilità Nasce una vera e propria asta. Chi ci guadagna sono sempre i soci della banca incorporata;
2. Qualsiasi valutazione "generale", "congrua" è insignificante. Può solo dare una idea approssimativa della valutazione. Questa può crescere facilmente del 40%-50% in caso di asta;
3. L'utilizzo del metodo reddituale puro, pur utilizzando come corollario dell'indagine, risulta meno indicativo. Il metodo più usato è il patrimoniale complesso che evidenzia solidità patrimoniale e raccolta;
4. Cresce l'utilizzo del metodo ultra-empirico del numero degli sportelli bancari;
5. Le cose cambiano, come prima riportavo con l'analisi dei prof. Provasoli e Iovenitti, in caso di fusione per incorporazione tra due entità abbastanza simili e già quotate. Le valutazioni non possono in tal caso prescindere dai prezzi di borsa, i parametri applicati devono essere gli stessi. Nella recente operazione tra Credito Agricolo Bresciano e Banca San Paolo di Brescia, divenuta successivamente Banca Lombarda; entrambi gli istituti sono stati valutati con una percentuale del 7,5% per la raccolta diretta e dell'1,5% per la raccolta indiretta.

La conclusione è ovvia: la maggior valutazione viene effettuata quando un grande istituto ingloba una piccola banca. L'avviamento, unica percentuale variabile a seconda della forza contrattuale della preda, può raddoppiare a tutto vantaggio dei soci della banca incorporata.

### APPLICAZIONE DELLA SUDETTA TEORIA DEGLI ACQUISTI IN BORSA

Il fondamentalista cercherà perciò tra i titoli quotati in borsa le società che presentino rapporti P/E e capitalizzazione/mezzi propri contenuti. Reputiamo, in questo particolare momento, che specialmente questo secondo rapporto sia particolarmente importante. Per fortuna la stampa finanziaria ci facilita in questa ricerca in quanto settimanalmente pubblica tali rapporti. E' facile perciò notare che tre banche ordinarie quotano attorno ai mezzi propri. Una addirittura molto meno. Per tutte queste banche è possibile una operazione di incorporazione o vendita che ne aumenti considerevolmente il valore. Due banche popolari quotano poco più dei mezzi propri e sono inoltre spesso al centro di voci di aggregazioni e incorporazioni. La scelta è ovvia. Si punterà su questi valori che denunciano capitalizzazioni limitate (spesso inferiori del 50% rispetto ad altre più blasonate banche) sperando che una eventuale cessione ne accresca fortemente il valore. Nel frattempo offrono rendimenti in linea con quelli del mercato monetario e superiori a quanto dato dalle grandi banche.