

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO: SCOPI E PROCEDIMENTI

Sommario

1. *Motivazione del convegno.*
2. *Condizioni del sistema bancario*
3. *Formazione del prezzo di mercato*
- 3.1. *Il valore di liquidazione*
- 3.2. *Il valore complementare*
- 3.3. *Il costo di surrogazione*
4. *Valutazione delle banche in ipotesi di cessione:*
 - 4.1. *Procedimenti di stima convenzionali*
 - 4.1.1. *Procedimento di stima in base agli sportelli*
 - 4.1.2. *Procedimento di stima in base al patrimonio e alla raccolta*
 - 4.2. *Il valore di capitalizzazione del reddito*
 - 4.2.1. *La determinazione del reddito netto*
 - 4.2.2. *La scelta del saggio di capitalizzazione*
 - 4.3. *Procedimento di stima in base al valore medio*
 - 4.4. *Procedimenti di stima in base al patrimonio e all'avviamento*
5. *Conclusioni*

1. *Motivazione del Convegno*

Sono sempre stato del parere che l'Estimo debba essere considerato un corpo di dottrina a sé stante e che l'unicità del metodo e dello schema logico del giudizio di stima giustificino per la materia un autonomo insegnamento.

Ciò è avvenuto nelle Facoltà di Agraria, di Ingegneria e di Architettura; ma è da anni che sostengo che l'Estimo debba essere oggetto di autonomo insegnamento anche nelle facoltà di Economia e Commercio.

Il CESET ha contribuito con i suoi convegni annuali e con i suoi seminari a raccogliere una vasta documentazione da cui risulta l'unicità di metodo e l'omogeneità di ricerca della disciplina estimativa nei vari campi di applicazione.

Di qui la motivazione e la scelta del tema del presente convegno: che non è e non vuole essere di contrapposizione agli aziendalisti, di cui apprezzo la validità scientifica degli studi e delle opere, ma che vuole essere un esame sereno della metodologia da loro insegnata per la valutazione delle aziende di credito, allo scopo di accertare se anche in tale campo di applicazione la teoria estimativa conservi autonomia ed unicità di metodo.

Sull'argomento esiste una vasta bibliografia italiana e straniera. Essa è ampiamente citata nel volume di Stefano Preda «La valutazione delle banche in ipotesi di cessione» dell'Università «L. Bocconi» di Milano. Questa Università, tramite l'editore Giuffrè, ha dato vita ad una collana di pubblicazioni afferenti al dipartimento di Economia aziendale in cui figurano opere di Bianchi, Biffis, Guatri, Massari e Preda che in maniera specifica o più in generale considerano l'argomento che è oggetto di questa relazione.

Ricordo, inoltre, che nel novembre 1980 fu tenuto a Milano un convegno su «Bilancio e valutazione delle Banche» allo scopo di svolgere un'azione informativa per una migliore conoscenza dei bilanci delle aziende di credito e per una loro più corretta valutazione.

Il Convegno era promosso dalla Associazione Italiana Analisti Finanziari (A.I.A.F.) e dal Comitato direttivo degli Agenti di cambio della Borsa valori di Milano.

Al convegno furono presentate varie relazioni, tra le quali cito quella di Stefano Preda su «La valutazione delle banche in funzione della capacità di reddito», che è stata in parte ripresa nel volume che ho precedentemente citato.

Infine ricordo che sull'argomento, nell'ottobre 1984 si è svolto un seminario a cura dell'Associazione nazionale aziende ordinarie di credito.

Le relazioni, a cura di Tancredi Bianchi, Mario Cattaneo, Paolo Motura, Francesco Cesarini, Luigi Guatri e Vincenzo Desario sono state raccolte nel volume «La valutazione delle banche» edito a cura dell'ICEB (Iniziativa culturali ed editoriali bancarie) e pubblicato nel settembre 1985.

Non si può certo dire che il tema del presente convegno pecchi di originalità.

È però la prima volta che un tema tanto importante è affrontato dal punto di vista dell'Estimo e di ciò va dato riconoscimento al nostro Centro di Studi.

2. *Condizioni del sistema bancario*

Il Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (C.I.C.R.) regola l'attività della Banca d'Italia cui con funzione dell'Ispettorato (D.L.C.P.S. 691/47) è affidata la vigilanza sulla operatività delle aziende di credito: tali direttive si adeguano a quelle sancite dalla CEE (Direttiva 77/780) nell'ambito del processo di armonizzazione al suo interno delle strutture bancarie e finanziarie.

Il principio che ispira il comportamento degli organi di controllo è la convinzione che sia da evitarsi un'eccessiva concorrenza bancaria, in quanto ritenuta pericolosa per la stabilità del sistema e che, pertanto, l'espansione o la intensivazione territoriale delle aziende di credito debba essere opportunamente controllata.

Tale politica economico-finanziaria trova il suo fondamento giuridico ed i connessi strumenti applicativi nelle norme della legge bancaria e nelle istruzioni emanate dalla Banca d'Italia.

Questa situazione fa sì che il mercato in cui si operano trasferimenti di proprietà di aziende di credito sia ben lontano da una situazione di libera concorrenza e che i possibili acquirenti siano per lo più altre aziende di credito che non possono comprare senza l'autorizzazione della Banca d'Italia che entra anche nel merito della congruità del prezzo.

L'autorizzazione non riguarda ovviamente altri compratori: tuttavia non mancano alla Banca d'Italia altri mezzi per ostacolare l'operazione quando i compratori fossero persone fisiche o giuridiche che, per la natura degli interessi industriali e finanziari rappresentati, possano indurre il dubbio sulla regolarità di assolvimento di quella funzione di interesse pubblico che è propria delle aziende di credito.

Ovviamente ciò non ha nulla a che vedere con la possibilità degli azionisti di disporre delle loro azioni quando le aziende di credito siano costituite nella forma di società le cui azioni siano quotate in borsa o, come si dice, al «ristretto».

Molte altre banche non quotano in borsa le azioni, ma ne regolano il mercato acquistando quelle offerte e cedendo con clausola di gradimento quelle richieste ad un prezzo che è stabilito annualmente dalla Banca in base al valore del patrimonio ed al numero delle azioni.

È opportuno puntualizzare che vi sono altri Paesi in cui vi è libertà

di stabilimento e dove il sistema bancario ha strutture, dimensioni e mercato totalmente diversi: in tali casi la comparazione in base a determinati parametri può avere notevole possibilità di applicazione per una rispondente valutazione.

Non è questo il nostro caso ed è ovvio che quanto dirò si riferisce alla situazione italiana.

La cessione di aziende di credito si realizza dunque, in Italia, in un mercato di pochi operatori, e nei prevalenti casi in cui questi siano altre aziende di credito, l'operazione è sottoposta alla preventiva autorizzazione della Banca d'Italia.

3. La formazione del prezzo di mercato

Il prezzo di mercato delle aziende di credito si forma generalmente in regime di monopolio bilaterale o di monopsonio o di oligopolio bilaterale.

In tali casi è noto che il prezzo di mercato è indeterminato e che si colloca tra un minimo, al di sotto del quale non scende chi vende, ed un massimo al di sopra del quale non è disposto a salire l'acquirente. Nel nostro caso il minimo è dato dal valore di liquidazione dell'azienda e il massimo va considerato dal punto di vista dell'utilità che l'azienda di credito in ipotesi di cessione può assumere nei confronti dello o degli acquirenti ai fini delle possibili strategie di impresa.

Rispondono a tali fini gli aspetti economici del valore complementare e del costo di surrogazione.

3.1. Il valore di liquidazione

Per le particolari condizioni del nostro sistema bancario, per l'appetibilità delle aziende di credito anche da parte di gruppi privati e per l'intervento della Banca d'Italia è molto improbabile che si verifichi la liquidazione di un'azienda di credito.

Ciò nonostante il valore di liquidazione mantiene una certa importanza almeno come termine di riferimento.

La determinazione del valore di liquidazione si risolve nella stima del più probabile valore di mercato dei vari elementi patrimoniali prescindendo dalla loro funzione nel processo produttivo aziendale. La valutazione si effettua per stralcio delle singole attività considerando il valore che esse possono avere una volta offerte sul mercato per cessazione dell'attività dell'impresa.

3.3. *Il costo di surrogazione*

Sempre a criteri di strategia d'impresa risponde anche l'aspetto economico del costo di surrogazione.

I vincoli esistenti all'apertura di nuove aziende di credito o di nuovi sportelli, le difficoltà che si dovrebbero superare ed i lunghi tempi di attesa fanno sì che la via obbligata per una banca che vuole espandere la propria attività, sia l'acquisto di un'azienda di credito già esistente.

Acquisto che, per l'eventuale compratore orientato ad espandere o ad intensificare la propria attività operativa, ha il limite massimo di convenienza espresso dal costo di surrogazione.

In tale caso, il costo di surrogazione rappresenta ciò che spenderebbe la banca per realizzare quella data intensificazione o estensivazione della propria attività, ammesso che la possa anche fare.

I tempi dell'operazione sono così lunghi, le difficoltà per superare ostacoli burocratici, e non solo tali, così elevate e i vincoli da sciogliere così numerosi che il costo, già di per sé stesso elevato, viene molto aumentato e sposta il punto di convenienza per l'acquirente e giustifica, forse ancor più che per l'aspetto economico del valore complementare, l'intervento moderatore della Banca d'Italia.

4. *Valutazione delle banche in ipotesi di cessione*

È compito dell'estimatore esprimere quel valore che ha la massima probabilità di rappresentare la esatta misura del valore di mercato della banca.

Fermo il principio che l'inesattezza è una delle caratteristiche del giudizio di stima, si ritiene che la valutazione che ha tale massima probabili-

tà sia quella che sottoposta al giudizio di una popolazione di competenti operatori, raccolga la maggior frequenza di consensi.

Credo sia possibile asserire, come corollario, che questo maggior numero di consensi vada a quella valutazione, che tra le altre, presenta la maggiore razionalità.

È per questo che gli estimatori sono soliti affermare che nella razionalità riposa la obiettività del giudizio di stima.

In tal senso è rispondente quel valore di stima che è considerato adeguato dalla maggior frequenza degli operatori, anche se poi il prezzo che viene effettivamente pagato al termine delle eventuali trattative può essere notevolmente diverso.

Rimane fermo il principio che è compito dell'estimatore esprimere il valore di stima mentre sono le parti che definiscono il prezzo di mercato.

Se il prezzo si forma in regime di concorrenza e la trasparenza del mercato è tale da consentirne una sufficiente rilevazione, allora è possibile arrivare per comparazione ad una adeguata valutazione mediante opportuni procedimenti e parametri.

Non è questo il caso per le aziende di credito: troppo ampio è il campo di indeterminatezza ed il numero dei casi è troppo limitato per consentire significative distribuzioni statistiche. Di conseguenza i prezzi espressi dal mercato avrebbero poca significanza ai fini di una corretta valutazione se l'intervento moderatore della Banca d'Italia, allo scopo di evitare deviazione dei prezzi verso valori eccessivamente bassi o eccessivamente elevati, non ne giustificasse una certa utilizzazione, almeno a titolo di orientamento.

4.1. *Procedimenti di stima convenzionali*

Si hanno così due procedimenti di stima che hanno una certa praticità e che, in taluni casi, rispondono, almeno, per una prima approssimazione.

Mi riferisco a:

- la valutazione in base agli sportelli;
- la valutazione in base al patrimonio e alla raccolta.

4.1.1. *Procedimento di stima in base agli sportelli*

È un procedimento che risponde agli obiettivi di penetrazione territoriale che caratterizzano, in molti casi, gli acquisti di aziende di credito.

Può essere assimilato al procedimento di stima per valori unitari e può assumere anche un elevato grado di razionalità mediante accurate indagini di mercato e la costruzione di scale di merito attribuendo un punteggio in centesimi ad ogni principale parametro di merito rispetto a quelli di uno sportello già in precedenza individuato e ponderato.

La somma dei punteggi di ponderazione potrebbe poi esser modificata, se è il caso, in base a precostruite scale di collegamento: tra regione e regione, tra provincia e provincia.

Parametri di merito potrebbero essere: il volume e tipo di depositi, la potenzialità di raccolta e di trasferimento, la velocità di circolazione dei depositi amministrati, la capacità di offrire servizi finanziari specializzati, l'organico, le attrezzature tecnologiche, le caratteristiche della clientela, ecc.

Attribuito un valore ad un dato sportello tutti gli altri valori potrebbero essere ricavati da quel valore mediante il punteggio di merito relativo. I valori unitari potrebbero essere ricavati dai pochi casi oggetto dell'indagine di mercato.

4.1.2. *Procedimento di stima in base al patrimonio e alla raccolta*

È un procedimento di larga applicazione anche se lascia adito a notevoli perplessità.

Può essere effettuato:

- a1) in base alle risultanze di bilancio,
- a2) in base ai dati di bilancio rettificati.

In entrambi i casi si hanno due fasi disinte:

- la determinazione del patrimonio;
- la determinazione della raccolta.

Il procedimento a1) può solo servire ad esprimere un valore di stima approssimativo e può essere più agevole in quanto per la determinazione del valore patrimoniale utilizza i dati di bilancio senza alcuna rettifica da parte dell'estimatore.

A questa consistenza patrimoniale si aggiunge una percentuale della raccolta.

Il procedimento a2) parte dalla consistenza del patrimonio quale risulta dai dati contabili e la rettifica rivalutando analiticamente le varie voci considerandone la congruenza e l'affidabilità. Questa operazione comporta:

- l'analisi degli elementi attivi e passivi allo scopo di accertarne la rispondenza ad una corretta contabilizzazione peraltro già sottoposta, per le aziende di credito, al controllo dell'organo di vigilanza.
- la rivalutazione con valori reali degli elementi dell'attivo non monetari (immobili, attrezzature e partecipazioni);
- l'attualizzazione di crediti e debiti differiti senza interessi o con interessi fuori mercato.

Con questa operazione vengono rettificati i valori contabilizzati di numerosi cespiti con la determinazione di plusvalenze e minusvalenze non evidenziate nei bilanci e che possono variare notevolmente la consistenza patrimoniale rispetto a quella delle risultanze contabili.

Tali plusvalenze devono essere espresse al netto dei potenziali oneri fiscali che esse sottintendono. È preferibile che la loro determinazione avvenga in base ad aliquote che tengano conto di prevedibili riduzioni, rivalutazioni e facilitazioni.

Il Guatri osserva che «le riduzioni in questione hanno frequentemente oscillato da 1/2 a 2/3 dell'aliquota piena».

A questo punto si esaurisce il «metodo patrimoniale semplice», che è anche il più noto per la stima del valore patrimoniale in base ai dati di bilancio rettificati. Esso arriva all'espressione del «capitale economico» che viene indicato con la lettera K.

Nei casi in cui non si dia luogo a valutazione dell'avviamento o simili, la determinazione del capitale economico può avvenire con procedimenti complessi:

- di I grado, che considerano anche beni immateriali non contabilizzati, purché stimabili in base a valori comunque già precedentemente espressi per altri casi dal mercato. Rientrano tra questi, ad esempio, il valore della licenza commerciale o per restare nel caso delle banche il «valore della raccolta»;
- di II grado che considerano anche beni immateriali non dotati di prezzi di mercato. Rientrano tra questi il valore dei brevetti dell'immagine

aziendale, della ricerca, della rete di distribuzione, del personale, ecc. per la cui valutazione ben rispondono, secondo i casi, gli aspetti economici del costo di produzione, del costo di surrogazione e della capitalizzazione degli eventuali redditi attribuibili.

Per il procedimento di stima che stiamo considerando, relativo alla valutazione delle banche in base al patrimonio e alla raccolta, la determinazione del valore del patrimonio rettificato avviene ovviamente con il procedimento semplice.

Più problematica è la determinazione della raccolta.

Questo termine comprende:

- la raccolta in lire;
- la raccolta in valuta;
- i depositi interbancari.

Nella maggior parte delle valutazioni si usa fare riferimento alla sola raccolta in lire perché, si dice, costituisce un dato di maggiore omogeneità. In altre si fa riferimento alla raccolta complessiva.

Per arrivare alla valutazione dell'azienda di credito si usa aggiungere al valore del patrimonio una percentuale della raccolta variabile tra il 10-15% a titolo, ritengo, di valore di avviamento.

È facile rilevare l'arbitrarietà del procedimento, a meno che da un'indagine su un universo sufficientemente numeroso, la Banca d'Italia attraverso il suo ufficio studi non ne abbia accertata la rispondenza.

Personalmente ritengo:

- che si debba fare riferimento al valore del patrimonio rettificato,
- che si debbano determinare percentuali diverse per la raccolta in lire, per la raccolta in valuta e per i depositi interbancari sia pure contenendole entro i valori percentuali precedentemente indicati che dovrebbero anche tener conto dell'ammontare dei servizi.

L'attribuzione dei valori percentuali dovrebbe avvenire in base a criteri non opinabili ma motivati e riferiti:

- alle specifiche caratteristiche gestionali dell'azienda;
- all'immagine aziendale;
- alla sua articolazione territoriale;
- al costo della raccolta e dei servizi.

Comunque il margine di arbitarietà di questo procedimento di stima, almeno per quanto riguarda la determinazione della percentuale della raccolta come valutazione dell'avviamento rimane elevato.

Senza contare la singolarità di valutare l'avviamento sulla base di una voce del passivo come è appunto la raccolta. Ho usato l'espressione «singolarità» in quanto il procedimento trova giustificazione nel fatto stesso che la raccolta è il mezzo fondamentale di operatività della banca. Operatività che è basata sulla fornitura al sistema economico di adeguati mezzi di pagamento mediante l'opera di intermediazione finanziaria.

Da questo punto di vista la raccolta può costituire un parametro efficace per la misura dell'avviamento in quanto l'entità della stessa è condizione pregiudiziale alla sua utilizzazione.

Tuttavia è chiaro che parlare della raccolta come mezzo per produrre reddito, significa che si fa riferimento alla ordinarietà di gestione, dalla quale ci si differenzia successivamente nell'attribuzione della entità percentuale.

La critica è facile anche perché stiamo uscendo faticosamente da un lungo periodo di instabilità economica e finanziaria in cui il sistema bancario ha potuto reggere solo per la accorta politica e l'abile guida della Banca d'Italia cui dovrà essere dato il più ampio e storico riconoscimento. Un periodo che ha ben dimostrato come non sempre l'andamento della redditività sia stato proporzionale a quello della raccolta e come sia necessario il controllo del costo a diversi gradi della espansione della raccolta.

Inoltre, è ben noto che il settore dei servizi è andato in questi anni acquistando sempre maggiore importanza. I dati della Banca d'Italia dicono che nel 1984 su 4,64 lire di ricavi complessivi del sistema bancario espresse in percentuale dei fondi intermediati, ben 1,28 lire andavano imputate ai servizi.

La rivoluzione tecnologica in atto è sotto gli occhi di tutti: sportelli automatici di prelievo, cash management, home banking, punti elettronici di vendita, carte di credito, ecc.

Ciò è tanto vero che per esprimere l'efficienza e la produttività del sistema bancario si stanno abbandonando i pochi indicatori indiretti di facile lettura ma largamente approssimati utilizzati sino ad oggi. Si tratta di semplici rapporti che al numeratore hanno il totale dell'attivo, i depositi, i ricavi e il valore aggiunto e al denominatore il numero dei dipendenti e/o degli sportelli.

Per esprimere l'efficienza e la produttività del sistema bancario si stanno adottando altri indici che tengono conto anche del numero, del tipo di operazioni effettuate e dell'utilizzo di tutti i fattori produttivi.

Il Bank Administration Institute, cui aderisce la quasi totalità delle banche statunitensi, e l'American Productivity Center hanno dato vita ad un sistema di misurazione della produttività globale delle aziende di credito. Tale sistema si sgancia dalla raccolta e tiene conto di tutti gli apporti dei fattori alla produttività: lavoro, capitale, immobili, immobilizzazioni tecniche e risorse varie nonché di tutti i prodotti e servizi venduti o resi dalla banca alla clientela.

Mi risulta che l'A.B.I., dalla cui rivista ho ricavato queste note, abbia acquistato i diritti di tale procedimento che, se adottato, renderà possibile confronti omogenei tra banche diverse e sarà di notevole ausilio per la loro valutazione.

Personalmente non ho una posizione aprioristica contro i procedimenti di stima convenzionali. Noto solo che se si vogliono valorizzare è necessario stabilire una normativa e lasciare meno campo possibile all'arbitrio dell'estimatore.

4.2. *Il valore di capitalizzazione del reddito*

È espresso dalla nota formula di capitalizzazione e consta di due distinti momenti:

- la determinazione del reddito netto (RN)
- la scelta del saggio di capitalizzazione (i).

4.2.1. *La determinazione del reddito netto*

È insito nella formula di capitalizzazione il riferimento agli infiniti redditi. Il concetto di infinito si basa sulla ipotesi della permanenza delle condizioni ricavata dalla osservazione di come si comportano gli operatori economici.

Si osserva che nelle loro scelte essi si attengono al principio che le condizioni in cui operano anche se considerate nella loro attuale dinami-

ca tendono ad essere permanenti. Solo in tale ipotesi è possibile la formazione di una economia di scambio e la conseguente enunciazione di livelli di valore, di costo e di reddito.

Nel quadro di tale ipotesi il reddito netto oggetto di determinazione è un reddito che deve dare affidamento di continuità. Questo attributo è importante e dà alla determinazione del RN una dimensione umanamente possibile ed accettabile. Il concetto di continuità supera ed esclude quello di reddito medio che potrebbe essere rispondente per periodi di stabilità economica e per imprese soggette a variazioni compensative di redditività (ad es. imprese agrarie per l'andamento stagionale), ma non ha significanza per le aziende di credito.

Per la determinazione del reddito netto è inevitabile partire dai risultati economici degli ultimi anni dato che al momento della stima non conosciamo che quei risultati ed è solo dal loro andamento passato e prevedibile che possiamo trarre delle conclusioni sulla loro possibile evoluzione.

Il fine è di arrivare alla determinazione di un reddito netto ritraibile da quella data azienda di credito assumendo le scelte di gestione che per quella azienda sono ritenute essere quelle su cui concorderebbe la massima frequenza degli operatori.

E qui, come in qualsiasi altra valutazione, va ripresa la teoria dell'ordinarietà che rimane sempre il cardine portante della teoria estimativa.

Si tratta di fare riferimento all'ordinarietà di gestione ogni qualvolta questa si presenta come una variabile.

La problematica, se oggetto di attualizzazione debba essere il reddito netto distribuibile o solo la parte di esso erogata come dividendo, mi sembra sia da accantonare e che, almeno in Italia, si debba fare riferimento al reddito distribuibile anche per non complicare ulteriormente le cose aggiungendo, con altre variabili, incertezza alla previsione.

Nella determinazione del reddito netto si devono apportare variazioni aumentative o diminutive in base alle possibili e motivate previsioni. Importante è stabilire in base ai bilanci degli ultimi anni il prevedibile andamento dei prossimi.

Personalmente sono favorevole a portare detti correttivi alla entità del reddito netto per arrivare alla determinazione di un reddito netto che dia affidamento di continuità e sia riferito, per quella data realtà aziendale, alla ordinarietà di gestione.

Quest'ultimo punto è importante perché essendo il reddito netto oggetto di capitalizzazione, un reddito di capitale e d'impresa, si deve evitare che rientrino nel valore di capitalizzazione elementi estranei ad una gestione ordinaria.

4.2.2. *La scelta del saggio di capitalizzazione*

Tale scelta deve essere la meno arbitraria possibile per evitare manipolazioni che possono anche essere non molto ortodosse. Il Guatri afferma che «la scelta del tasso di capitalizzazione è il problema centrale del procedimento di valutazione reddituale dell'azienda».

Le soluzioni, sempre secondo il Guatri, sono rappresentate:

- a) dal tasso di opportunità,
- b) dal costo atteso dei capitali,
- c) dal rendimento adeguato.

a) La determinazione del saggio di capitalizzazione in base al tasso di opportunità deriva dall'ipotesi che gli operatori si comportino in base al principio edonistico e che gli investimenti avvengano in base al livellamento dei tassi marginali di rendimento. Il Guatri parla di «livellamento dei redditi rispetto al rischio».

Il problema è complicato dalle seguenti variabili:

- l'esistenza in un'economia dinamica di fatti inflattivi,
- la rischiosità dell'investimento,
- la formazione di incrementi del valore patrimoniale degli investimenti (capital gains).

Il tasso di rendimento (r) risulta dalla somma del tasso di rendimento monetario (r') e dal tasso di incremento del valore dei capitali (r''), diminuita del valore dell'indice monetario unitario di svalutazione (m) e aumentata dell'effetto inflazionistico sul capitale economico dell'azienda (x):

$$r = (r' + r'') - m + mx$$

Dal tasso di rendimento (r) si passa a quello di capitalizzazione (i) aumentandolo in base alla rischiosità dell'investimento

$$i = r + s$$

Per le aziende di credito la rischiosità può essere considerata minima per le caratteristiche del sistema in cui operano e per la vigilanza cui è sottoposta la loro gestione, per cui la determinazione del saggio di rischiosità, quando sia necessario esprimerla, è sempre contenuta in limiti molto bassi.

b) La determinazione del saggio di capitalizzazione in base al costo atteso dei capitali fa riferimento sia ai dividendi che ai «capital gains» ed equivale ad un tasso di rendimento determinato dal punto di vista dell'investitore ed ha, a mio avviso, scarsa omogeneità con il tasso di capitalizzazione.

È complicata inoltre, dalla politica di collocamento dei titoli emessi.

c) La determinazione del saggio di capitalizzazione in base al rendimento soddisfacente è usata nei casi in cui, anziché parlare di reddito netto distribuibile, si fa riferimento, come nei Paesi anglosassoni, alla parte di esso distribuibile come dividendo.

Nei tre casi considerati la determinazione del reddito netto da capitalizzare e la scelta del saggio di capitalizzazione vengono inquadrati, quando occorre, nella componente inflazionistica in cui si formano e in cui si scelgono.

Argomento questo che, per quanto riguarda la determinazione del reddito, è oggetto di ampia trattazione.

In sintesi si cerca di dare omogeneità ai vari aggregati rispetto alla componente inflazionistica.

Ciò vuol dire:

— se i redditi continuativi si esprimono in lire correnti è necessario aumentare il saggio normale (6%) del tasso di inflazione.

— se i redditi continuativi si esprimono in valori depurati dal tasso inflattivo allora può essere utilizzato per la capitalizzazione il saggio normale.

Sorge così nei confronti del saggio di capitalizzazione una distinzione tra saggio reale e saggio nominale che ritengo artificiosa, dato che mi sembra azzardato, anche se affascinante, il tentativo di cercare di discriminare nel saggio di capitalizzazione ciò che è attribuibile al saggio reale e ciò che invece è attribuibile al saggio nominale determinato dall'inflazione.

Personalmente ritengo che sia i redditi netti sia il saggio di capitaliz-

zazione vadano espressi in lire correnti al momento cui si riferisce la valutazione.

Il valore di capitalizzazione dei redditi è in questo caso un aspetto economico e risponde ad un proprio autonomo significato. Voglio dire che non è un procedimento di stima per la determinazione del più probabile valore di mercato: come accade allorché la determinazione del saggio di capitalizzazione è fatta facendo ricorso al saggio fondiario medio.

E come aspetto economico basato sulla attualizzazione della redditività futura è comprensivo anche del valore di avviamento.

4.3. Procedimento di stima in base al valore medio

Mediando il valore dell'aspetto economico del più probabile valore di capitalizzazione dei redditi con quello del valore patrimoniale dell'azienda di credito si può ottenere un valore in grado di esprimere quello che ritengo possa essere il più probabile valore di mercato della banca.

Il Guatri definisce tale procedimento «il primo e più elementare metodo misto». Personalmente, come ho detto precedentemente, lo ritengo essere il procedimento più rispondente.

Il valore di mercato (v) della banca è espresso dalle formule:

$$1) V = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right) \qquad 2) V = K + \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} - K \right)$$

Risulta dalla seconda formula che, per ricavare il più probabile valore di mercato, il valore «K» del patrimonio rettificato (capitale economico) viene aumentato o diminuito della metà differenza tra il valore di capitalizzazione del reddito e il valore del capitale economico.

Tale metà differenza viene aggiunta o diminuita a titolo di valore di avviamento (Good-will se positivo, Bad-will se negativo).

Evidentemente il valore del capitale economico è parametro di notevole importanza ma non può esaurire la valutazione dell'azienda di credito che, come combinazione produttiva può aver realizzato, nel tempo, un avviamento che la pone in condizione il privilegio o di inferiorità rispetto alle concorrenti.

4.4. *Procedimenti di stima in base al patrimonio e all'avviamento*

Sorge il problema di modificare la consistenza del capitale economico in base al valore dell'avviamento.

I procedimenti di stima consistono nella determinazione del valore del patrimonio rettificato e nel sommare a questo il valore dell'avviamento determinato con valutazione a sé stante.

Per tale valutazione si scinde il RN in a) e b):

- a) ricavata applicando alla consistenza del capitale economico (patrimonio rettificato) un «saggio normale» di redditività (6%);
- b) ricavata per differenza sottraendo la precedente parte dal RN complessivo.

Essendo in RN un reddito di capitale e d'impresa, la porzione a) esprimerebbe il reddito normale del capitale e la porzione b), indicata come «profitto ordinario», quello d'impresa. Il Guatri parla di «sopra reddito medio».

Dato che ho parlato di un RN continuativo, penso sia opportuno non introdurre il termine «medio» e parlare di «profitto ordinario» o di «reddito ordinario d'impresa».

Personalmente non sono molto convinto di questa discriminazione in due porzioni del reddito netto in quanto è un dato omogeneo. Ma riconosco che, essendo necessario arrivare alla quantificazione del valore d'avviamento, questo può costituire uno dei procedimenti meno arbitrari.

Comunque vi sono altri procedimenti:

Ricordo:

- a) la capitalizzazione del «reddito ordinario d'impresa»;
- b) la accumulazione iniziale di un dato e limitato numero di anni di tale «reddito ordinario»;
- c) la attualizzazione al momento della valutazione di «redditi d'impresa» stimati per alcuni esercizi futuri.

I tre procedimenti arrivano alla determinazione di autonomi valori dell'avviamento.

La valutazione della banca sarebbe espressa dalla somma del capitale economico con il valore di avviamento

$$V = K + V_a$$

Se per la determinazione del valore di avviamento si uso il procedimento a) la formula diventa

$$V = K + \frac{RN - Ki}{i'}$$

per la scelta di (i) il Guatri suggerisce il 7%. Per i' ritiene utilizzabili saggi tra il 12-18%.

In seguito al rallentamento dell'inflazione con la conseguente diminuzione del costo del denaro ritengo che oggi si potrebbe parlare del 6% per i, e del 10-15% per i'.

Se si utilizza il procedimento b) la formula diventa

$$V = K + a \frac{RN - Ki}{ni'}$$

fermo il 6% per i, per l'accumulazione iniziale di n anni il saggio i' può variare tra il 10-12%. Quanto ad n esso potrebbe variare tra i 3-5 anni.

Nel procedimento c) il valore di avviamento corrisponde all'attualizzazione al momento della valutazione della differenza tra il RN previsto di alcuni esercizi futuri e il reddito normale del capitale economico (K). In questo caso viene a cadere il concetto di continuità e il ragionamento è portato sui risultati stimati dei prossimi anni.

Questo procedimento è utilizzato nel caso di valori di avviamento negativi (Bad-will) che ovviamente vanno a ridurre il valore patrimoniale.

La scelta tra i vari procedimenti trova giustificazione ragionata nel giudizio di stima. Nel caso di valutazione di aziende di credito, il procedimento a) è a mio parere il più indicato, almeno per la maggioranza dei casi e, come ho detto precedentemente, quando si ritiene opportuno evidenziare il valore dell'avviamento.

5. Conclusioni

Sono così arrivato al termine di questa relazione in cui ho cercato di delineare una problematica ampia e complessa.

Era necessario per poter rispondere al quesito espresso nella motivazione del Convegno.

Ritengo di aver posto adeguatamente in rilievo che la valutazione delle banche utilizza il metodo estimativo: ma da quanto ho studiato e consultato ho avvertito la mancanza della impostazione dell'estimo generale soprattutto per quanto concerne lo schema logico e i caratteri del giudizio di stima, in particolare l'ipoteticità, la probabilità e la razionalità, e la distinzione tra aspetti economici e procedimenti di stima.

Non è e non vuole essere una critica: è la giustificazione dell'invito che io formulo ai Colleghi di Economia aziendale di istituire nei loro istituti e dipartimenti l'insegnamento di «Estimo aziendale», affinché dalla teoria generale, che è unica, costruiscano un estimo che trovi la sua applicazione nella valutazione delle aziende.

Ciò è importante anche allo scopo di unificare la terminologia e la relativa simbologia.

Ad evitare ogni errata interpretazione giova ripetere che questo invito non è per aprire i Dipartimenti, gli Istituti, gli insegnamenti, le ricerche e le applicazioni professionali delle facoltà di Economia e Commercio agli estimatori: ma è per far sorgere e formare all'interno delle attuali istituzioni un corpo di docenti e di ricercatori per l'autonomo insegnamento dell'estimo e per un autonomo settore di ricerca.

Poche discipline hanno come l'Estimo necessità di una sistematica raccolta di informazioni e di dati: poiché è dall'analisi dei dati elementari che l'Estimo può dare al giudizio di stima, che è pur sempre basato sulla comparazione, la massima possibile probabilità.

ALESSANDRO ANTONIETTI