

I FATTORI INFLUENTI SULLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO

Ringrazio molto il Presidente dell'Associazione Tecnica delle Banche Popolari Italiane per il cortese invito a partecipare a questo convegno come relatore; compito, in verità, che, dal punto di vista dei miei interessi teorici, non avrei particolari titoli a svolgere. Credo, tuttavia, che l'invito non mi sia stato rivolto quale giurista, ma per le mie esperienze operative in materia di valutazione di banche, essendo stato personalmente interessato alle negoziazioni relative a passaggi di proprietà di aziende di credito in più di un'occasione.

Spero che tali esperienze mi consentano di contribuire in qualche misura ad una migliore conoscenza dei problemi connessi al tema in discussione, senza peraltro invadere troppo il campo degli studiosi aziendalisti.

Gli episodi di mio diretto coinvolgimento nella valutazione di banche, si riconnettono alle vicende seguite al dissesto del Banco Ambrosiano e all'offerta pubblica di acquisto di azioni della Banca Agricola Milanese da parte della Banca Popolare di Milano.

Con riguardo alle vicende del Gruppo Ambrosiano, la necessità di negoziare la cessione o comunque di procedere all'apprezzamento del valore di aziende bancarie si manifestò più volte. Dapprima, si trattò dell'acquisizione da parte del Nuovo Banco Ambrosiano dell'azienda del Banco Ambrosiano, in liquidazione; intervento, questo, che presentò problemi specifici molto delicati, anche di rilevanza teorica, connessi all'impossibilità di fare riferimento alla capacità di reddito di un soggetto in liquidazione e all'esistenza di un valore di avviamento negativo.

Poi, fu la volta della vendita del Credito Varesino da parte della Centrale alla Banca Popolare di Bergamo; operazione che potrebbe definirsi «normale» sotto il profilo delle problematiche valutative, sebbene essa com-

portasse la determinazione del valore di un'azienda, avulsa dal contesto di banche con cui fino al momento s'integrava sinergicamente.

Infine, si trattò della fusione del Nuovo Banco Ambrosiano nella Centrale, ridenominata a sua volta Nuovo Banco Ambrosiano, che comportò la contestuale valutazione del Nuovo Banco Ambrosiano medesimo e della Banca Cattolica, maggior cespite dell'incorporante, per la determinazione dei valori di concambio delle azioni delle due entità poi fuse.

Da ultimo, per quanto concerne l'offerta pubblica d'acquisto — che, per inciso, ritengo essere il sistema più trasparente per l'acquisizione di un pacchetto azionario sul mercato — vale qui ricordare che non si trattò di un caso del tutto coincidente con quelli in precedenza citati, in quanto la valutazione non si riferiva all'azienda nel suo complesso, ma a pacchetti di azioni di minoranza. In quel caso, pertanto, non si pose il problema del calcolo del cosiddetto premio di maggioranza e i prezzi offerti non inglobarono il valore corrispondente al controllo dell'azienda.

Richiamate queste esperienze dirette, alle quali unicamente riconnetto le ragioni del mio intervento, mi pare importante fare rilevare che il criterio seguito nei casi accennati è sempre stato quello noto come metodo empirico o analitico-additivo o patrimoniale-complesso, che dir si voglia.

Esso appare del tutto inusuale negli altri paesi, mentre in Italia, nella pratica, rappresenta il procedimento a cui si è fatto finora fondamentale riferimento per la determinazione del valore delle aziende di credito. Esso consiste nell'analisi di ciascun elemento patrimoniale, allo scopo di definirne le eventuali plus o minus-valenze rispetto ai valori contabili di carico, quindi nel sommare le voci patrimoniali così rettificata, alle quali ulteriormente si aggiunge una percentuale variabile della raccolta da clientela, molto oscillante (da minimi intorno al 10% a massimi del 13-14%) nel tempo e nello spazio, seppure tendente a ridursi.

Il valore ottenuto, che corrisponde ad un concetto di patrimonio netto, integrato per tener conto dell'avviamento aziendale, è fortemente criticato dai teorici quale stima o valore oggettivo del bene-azienda; essi, infatti, distinguono decisamente il capitale netto, che è funzione della gestione, dal capitale economico, appunto valore oggettivo dell'azienda, funzione invece dello scambio.

In ogni caso, quale che sia il procedimento seguito, empirico o teorico, i valori calcolati non possono che essere valori di riferimento, necessariamente diversi, in genere, dai prezzi effettivamente convenuti: questi sono la risultante di una negoziazione, cioè di un rapporto di forza tra acquirente e alienante, e risultano pertanto influenzati da fattori soggettivi e occasionali. Solo in un mercato dove i prezzi si formino con cadenza frequente e regolare, essi stessi possono costituire un valido e più diretto riferimento, ma ciò non avviene per le cessioni di aziende di credito, evento abbastanza raro; per cui occorre individuare altri parametri ed affidarsi a metodi che, in minore o maggiore misura, implicano previsioni e congetture.

L'ipotesi di cessione, comunque, non esaurisce il novero dei casi in cui si pone un problema di determinazione del valore d'azienda. C'è una serie di altri fenomeni, quali: fusioni, incorporazioni, passaggi di pacchetti azionari di minoranza, emissioni dirette di azioni sul mercato, quotazione in Borsa di titoli, che comporta la stima del valore di un'azienda, da prendere a base per la valutazione dei titoli stessi. Tali fenomeni, già significativamente presenti in passato, in prospettiva non paiono tendere a ridursi, anzi, l'accresciuto stimolo alle concentrazioni per il raggiungimento di dimensioni produttive ottimali e l'apertura delle banche pubbliche al capitale privato fanno prevedere in proposito ancora una fase di notevole dinamismo. Sul piano operativo, quindi, il problema della valutazione delle banche è destinato a richiamare anche in futuro grande attenzione e, di conseguenza, a porre agli stessi studiosi interrogativi sulla validità e sulla scelta dei procedimenti di stima.

Il metodo di valutazione analitico-additivo, anche se contiene elementi forse eccessivamente semplificativi, come la determinazione di un valore di avviamento sulla base di una percentuale della raccolta, è un procedimento di stima tutt'altro che semplice. Le difficoltà per giungere alla definizione del valore del patrimonio rettificato aziendale sono notevoli per due ordini di motivi che attengono rispettivamente alle normative, civilistica e fiscale del bilancio.

A ragione del sempre più ampio ricorso alla certificazione dei bilanci e in genere dello sforzo delle aziende di migliorare la loro trasparenza, i valori contabili sono, oggi, indicatori della realtà aziendale molto più validi di un tempo. La certificazione è poi essa stessa un fattore

di ulteriore affinamento e approfondimento di analisi come testimonia l'evoluzione che ha caratterizzato la materia a partire dagli anni '70 e il grande balzo qualitativo finora attuato. Tuttavia, resta il fatto che i canoni di rappresentazione del bilancio previsti dalla legge rimangono troppo lontani dalla realtà di una determinazione analitica, rendendo così incerta ed estremamente laboriosa l'evidenziazione delle plus e minus-valenze di ciascuna voce. Per di più, la determinazione del patrimonio netto è complicata ancora dalla necessità di tenere conto delle incidenze fiscali latenti, che a loro volta vanno a rettificare le plus e minus-valenze medesime.

Per esemplificare efficacemente, basta prendere in considerazione il fenomeno più tipico e importante della banca: gli impieghi; la valutazione di questi comporta la valutazione della loro effettiva rischiosità che non è certo generalmente misurata dagli specifici accantonamenti consentiti dal fisco in esenzione di imposta. Essi, infatti, sono determinati attraverso l'applicazione alla massa dei crediti di percentuali fisse, metodo la cui astrattezza è palese e che induce le singole aziende a creare fondi rischi supplementari, alimentati da accantonamenti tassati. Ma la correzione della misura della rischiosità, rappresentata dall'integrazione degli accantonamenti fiscalmente esenti, produce altre distorsioni: per un verso, una quota di reddito apparente può venire tassata, per essere in realtà portata a correttivo di una voce patrimoniale; per altro verso, la frequente arbitrarietà degli accantonamenti supplementari, molte volte frutto più di ragioni di «estetica» che di calcoli esatti, può aumentare ulteriormente il grado di incertezza dei dati contabili. Una stima dei rischi effettivi abbisogna, invece, di una analisi di tutto il portafoglio impieghi, incentrata sull'esame della situazione di ogni singolo cliente e sulla ricostruzione di una serie storica delle relative perdite, che pur non rappresentando con certezza l'andamento dei rischi della clientela nel futuro, costituisce l'unico possibile ed accettabile riferimento.

La verifica della adeguatezza dei fondi rischi sugli impieghi, anche se è uno dei punti più delicati della determinazione del patrimonio rettificato, non esaurisce la problematica delle correzioni al bilancio, neanche limitatamente alle più rilevanti. La determinazione delle plus-valenze sui titoli e la valutazione dei rischi sui cambi, infatti, non comportano difficoltà inferiori e non sono fonti di modifiche di valore meno ampie.

L'ineliminabile grado di soggettività implicito nel metodo tradizionale di apprezzamento degli elementi patrimoniali porta spesso, nelle negoziazioni, a forti divergenze tra le parti; ciò costituisce senz'altro un limite operativo del procedimento, che però riceve le maggiori critiche non sotto il profilo pratico, bensì sul piano teorico.

Gli studiosi osservano, in primo luogo, che la valutazione del patrimonio ha un significato relativo. Se per ipotesi l'azienda oggetto di stima possedesse una importante collezione di quadri, tale bene, d'indubbio valore patrimoniale, dal punto di vista dell'acquirente potrebbe risultare totalmente irrilevante. L'acquirente, in effetti, intende acquisire l'azienda in funzione della sua gestione, cioè con riguardo alla sua capacità di funzionamento; la composizione patrimoniale aziendale pertanto non rileva, se non nell'ipotesi astratta, che tutti i cespiti patrimoniali siano ottimalmente combinati ai fini della capacità reddituale. In realtà, nell'ambito aziendale, esistono beni non perfettamente e funzionalmente collegati alla produzione del reddito; basti pensare agli immobili. Il loro sfruttamento per la collocazione di sportelli bancari determina, in genere, un'utilizzazione non razionale dello spazio, per cui esisteranno aree non utilizzate o non pienamente utilizzabili. Tali proprietà esprimono certamente valori patrimoniali, ma nessuna capacità di reddito aggiuntivo.

Ma le più forti critiche si rivolgono al calcolo del valore d'avviamento sulla base della raccolta, ovvero — come osservato con «scandalo» — in funzione di un elemento del passivo. Si ricorda che, in campo assicurativo, si prendono a base i premi; fatto che ha molto più senso perché questi sono un elemento, sia pure lordo, della redditività. La raccolta, viceversa, rappresenta la quantità di «materia prima» che la banca impiega; considerare i depositi nel procedimento valutativo, equivale dunque a ritenere che una impresa manifatturiera vada valutata con riferimento ai materiali che consuma. Si osserva, poi, che la raccolta è semmai l'effetto e non la causa dell'avviamento ed, in proposito, si ricorda il caso del Banco Ambrosiano dopo il dissesto, in cui i depositi si configuravano come elemento patrimoniale del passivo, non collegato ad una capacità di reddito aziendale.

Si sottolinea, ancora, che la raccolta è in ogni modo un dato grezzo, che dovrebbe, per lo meno, essere analizzato in funzione di fattori geografici, dimensionali e di costo: ben diverso è il caso di una raccolta stabile

oppure a basso costo da quello di una raccolta molto frammentata o ad alto costo.

Gli aziendalisti, negando ogni razionalità al metodo empirico, invitano, quindi, i valutatori di aziende bancarie a prendere come riferimento esclusivo la capacità di reddito, così come avviene per le aziende operanti in altri settori e, in generale, per ogni decisione di investimento, il cui supporto è, appunto, la comparazione dei rendimenti alternativi del capitale da investire.

All'indiscutibile razionalità e validità teorica del procedimento di stima basato sul reddito, non fa tuttavia riscontro un'agevole praticabilità dello stesso.

Difficoltà sussistono sia nella determinazione della serie di redditi a cui riferirsi, sia nella scelta del tasso di capitalizzazione dei medesimi.

Poiché non si acquista un'azienda per il reddito che essa ha prodotto in passato, ma per quello che essa produrrà in avvenire, occorrerà disporre di un flusso di redditi prospettici. Allo scopo dovranno effettuarsi ipotesi e previsioni sulla evoluzione della redditività aziendale, partendo da una serie storica di risultati gestionali normalizzati. La prima difficoltà che s'incontra nel procedere secondo questa via riguarda la determinazione dei redditi storici: una redditività correttamente imputabile alla gestione ordinaria dell'azienda richiede un'analisi attenta, sviluppata su una serie di parecchi anni, per rideterminare in maniera esatta tutti gli ammortamenti e gli accantonamenti e depurare i risultati gestionali dai fattori, positivi o negativi, di carattere casuale ed episodico.

La laboriosità della procedura per l'ottenimento dei dati di base non è l'unico ostacolo nell'applicazione del «metodo del reddito»; i dati in parola vanno proiettati nel futuro e, allora, le difficoltà diventano enormi. Le aziende di credito non riescono a costruire agevolmente budgets pluriennali, e non solo in Italia; esse non hanno ancora trovato metodi affidabili e di facile utilizzazione per il controllo di gestione e quindi per la misura della redditività di prodotto e di centro di produzione, basilari per proiezioni attendibili della redditività generale dell'azienda. Le variabili politiche, economiche e finanziarie influenti sulla redditività dell'attività bancaria sono molto numerose e in alcuni casi non prevedibili: basti pensare ad una decisione della Banca d'Italia di introdurre un massimale sugli impieghi, o di toglierlo; o ad una decisione dei Ministri, oggi riuniti in

Olanda, di modificare i rapporti di cambio; fatti che possono togliere ogni valore a proiezioni sia pur costruite con estrema serietà.

Inoltre, se guardo all'esperienza della mia banca, dove lo scorso anno è stato costruito un budget quinquennale, da aggiornare anno per anno, devo osservare che i budgets pluriennali non hanno tanto il carattere di previsione dei redditi, quanto piuttosto di obiettivi di programma. Deriva che essi, per essere del tutto idonei ai fini della valutazione d'azienda, dovrebbero essere «depurati» dalla tensione al raggiungimento degli obiettivi stessi.

Per quanto riguarda, infine, la scelta del tasso di attualizzazione dei redditi futuri, voglio qui solo ricordare che, secondo Guatri, si tratta del momento più difficile della valutazione basata sul reddito e che in ogni caso si tratta di scelta non scevra da forti dosi di arbitrarietà.

Da tutto quanto precede, sorge spontaneo l'interrogativo di come ci si debba comportare nel valutare un'azienda bancaria. Una risposta indiretta scaturisce dalla considerazione che le critiche appena riportate non tengono completamente conto delle caratteristiche del mercato delle aziende di credito; ad esso non si accede liberamente, sussistendo barriere all'entrata di tipo normativo-amministrativo. La direttiva comunitaria, giustamente richiamata nell'introduzione del Convegno, e l'atteggiamento della Vigilanza in tema di sportelli agiranno nel tempo nel senso di una maggiore liberalizzazione, ma il mercato attuale delle aziende di credito rimane un mercato chiuso, caratterizzato da un eccesso della domanda sull'offerta. La conseguenza è una spinta dei prezzi verso l'alto, attraverso un gonfiamento dei valori di avviamento basati sulla raccolta. Ma, a ben vedere, le maggiorazioni di prezzo derivanti dai depositi, nel contesto in cui si manifestano, non assumono più la natura di valore dell'avviamento in senso tecnico, bensì quello di premio per una merce rara. È questo il motivo per cui è stato pagato un prezzo abbastanza alto per la rete di sportelli del Banco Ambrosiano, anche se in quel momento essa non aveva capacità di reddito immediata. La giustificazione economica del prezzo ha poi avuto luogo, in quanto il Nuovo Banco Ambrosiano, ricapitalizzato, ha rapidamente riportato a reddito la rete stessa.

Mi avvio alla conclusione pur essendo consapevole di non aver toccato quello che è il tema principale del Convegno: la valutazione delle banche popolari. Mi conforta il fatto di sapere che il Dott. Desario, con ben

altra autorità e competenza specifica, ci parlerà di questo tema. In proposito, mi limito a ricordare che per le banche popolari acquista maggiore rilevanza la valutazione dell'azione rispetto a quella dell'azienda. L'articolo 2525, anzi, obbliga i consigli di amministrazione delle banche popolari a determinare, ciascun anno, il valore dell'azione in base all'ultimo bilancio approvato. La norma non ha formato oggetto di particolare attenzione da parte dei giuristi e non è stata oggetto di contestazioni fino ad oggi, quindi l'argomento non è mai stato approfondito. Tuttavia, sottolineo che, dovendo l'avviamento riguardare il valore dell'azienda e non il valore dell'azione, nel determinare annualmente il sovrapprezzo da richiedere, in caso di emissioni di azioni nuove, non può considerarsi il valore dell'avviamento stesso.

PIERO SCHLESINGER