



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Economia e Management sezione “Economia e diritto d’impresa”

“LA VALUTAZIONE DELLE BANCHE: FONDAMENTI TEORICI E ASPETTI OPERATIVI.”

“THE EVALUATION OF BANKS: THEORETICAL GROUNDS AND EDUCATIONAL ASPECTS.”

Relatore: Chiar.mo
Prof. Guido Paolucci.

Tesi di Laurea di:
Benigni Federico.

Anno Accademico 2021 – 2022

INDICE.

Pag.

Introduzione.....	4
CAPITOLO 1.	
Introduzione.....	8
1.1. L'azienda.....	8
1.2. Oggetto della valutazione.....	9
1.3. Il capitale economico.....	10
1.4. L'avviamento.....	12
1.4.1. L'avviamento positivo.....	14
1.4.2. L'avviamento negativo.....	14
1.5. Metodi utilizzabili per la quantificazione del Capitale Economico.....	14
1.5.1. I metodi finanziari.....	15
1.5.2. I metodi comparativi di mercato.....	16
1.5.3. I metodi reddituali.....	17
1.5.4. I metodi patrimoniali.....	17
1.5.5. I metodi che esplicitano la creazione di valore.....	19
1.6. Settore e attività di un istituto di credito.....	19
1.6.1. La funzione creditizia.....	20
1.6.2. La funzione di investimento.....	20
1.6.3. La funzione monetaria.....	20
1.6.4. La funzione di servizi.....	21
1.6.5. La funzione economico-sociale.....	21
1.7. L'attività bancaria.....	21
1.7.1. L'attività bancaria tradizionale.....	22
1.7.2. L'investment banking.....	24
1.7.3. Le altre forme di attività bancaria specializzata.....	29
1.7.4. L'attività bancaria universale (universal banking).....	33
1.8. Attività e vigilanza strutturale nel sistema creditizio.....	35
1.8.1. Autorizzazione.....	39
CAPITOLO 2.	
Introduzione.....	52
2.1. Introduzione alla teoria additiva.....	54
2.2. La formula imprenditoriale.....	58

2.2.1. L'ampiezza e la diversità della diversificazione.....	61
2.2.2. Diversificazione con business dominante.....	64
2.2.3. La struttura organizzativa.....	69
2.3. Determinanti del capitale economico.....	74
2.3.1. Capitale netto di valutazione analitica (CNVA).....	76
2.3.2. Valore di avviamento in presenza di una redditività normale.....	77
2.3.3. Il differenziale di redditività.....	82
2.4. Considerazione di tipo sintetico.....	84
2.4.1. Sull'ottica e sull'articolazione del processo valutativo.....	88
2.4.2. Sulla rilevanza dell'analisi della formula imprenditoriale.....	89
2.4.3. Sull'analisi delle strategie di sviluppo dei potenziali acquirenti banche.....	89
2.4.4. Sul peso relativo delle determinanti del valore economico.....	89
2.5. Redditività e rischiosità di una banca.....	91
2.5.1. Le valutazioni di mercato.....	92
2.5.2. Le valutazioni delle agenzie di rating.....	96
2.5.2.1. I "Criteria" del giudizio.....	104
2.5.3. Le valutazioni dei Supervisors.....	108
CAPITOLO 3	115
Introduzione	115
3.1. Il dividend discount model.....	117
3.2. Il free cash flow to equity model.....	125
3.3. Il residual income model (RIM) o modello excess return.....	133
3.4. La valutazione relativa, ovvero il metodo dei multipli.....	140
3.4.1. Regressione nei multipli.....	147
3.5. La banca multibusiness, i gruppi bancari e l'approccio della somma delle parti (soTP method).....	153

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

Introduzione.

Il problema della valutazione dell'azienda sta acquisendo, giorno dopo giorno, un'importanza centrale sia a livello di elaborazione teorica che di applicabilità professionale, tant'è che l'interesse diffuso tra gli operatori economici e nelle categorie professionali cresce costantemente, influenzato dal susseguirsi delle operazioni straordinarie che più di tutti interessano un settore particolare, quello bancario. L'analisi di queste operazioni interessa soprattutto grandi gruppi bancari, basti pensare alla recente acquisizione da parte di Intesa del gruppo UBI, oppure alla sfumata acquisizione da parte di UNICREDIT di Monte Paschi. È in questo contesto che si colloca il tema della valutazione delle banche.

La stima del valore di un istituto di credito è altresì rilevante poiché risponde a essenziali esigenze:

- Consente di individuare il giusto prezzo nel caso di passaggio tra pacchetti azionari o quote;
- Consente di capire se le quotazioni di mercato siano congrue e quindi, sotto questo punto di vista, riuscire a comprendere anche la possibile tutela dei soci di minoranza allorquando vi siano passaggi di pacchetti di controllo;
- Percepire i confini di una vigilanza preventiva per impedire l'insorgere di dissesti bancari e quindi rientrare dell'ambito della tutela del credito dei depositanti.

Per comprendere il processo di valutazione di una banca occorre un rinvio ai principi generali di valutazione d'azienda, applicati nel caso specifico alle aziende operanti nel settore del credito.

Per valutazione si intende la configurazione di valore che l'esperto, inteso come singolo professionista, società o associazione, è chiamato ad effettuare, indicando come questa non debba limitarsi alla mera applicazione di una formula matematica, ma rappresentando un vero e proprio giudizio motivato che deve essere razionale, verificabile, coerente e affidabile eseguito con professionalità e competenza. La valutazione è in conclusione un giudizio professionale espressione di una discrezionalità tecnica applicata con rigore logico. Il valutatore, quindi, secondo questa definizione, deve essere un soggetto competente ed imparziale, rispettoso al fine di arrivare ad un Valore Obiettivo.

La valutazione può essere fatta in funzione di due aspetti, in funzione dello scopo della valutazione e in funzione del soggetto che compie tale valutazione. Nel nostro lavoro ci concentreremo su un duplice aspetto, sia sul soggetto indipendente che va a determinare il cosiddetto capitale economico, cioè "quella particolare accezione del capitale d'azienda che ricorre nell'ipotesi in cui questo sia valutato ai fini del trasferimento dell'azienda stessa e nell'ottica del perito indipendente", sia sul soggetto, in particolare un ipotetico acquirente, che va a determinare il prezzo della banca. È importante comprendere fin da subito che prezzo e valore del capitale economico sono due astrazioni differenti, ma molto vicine fra loro, poiché, come vedremo, dalla prima discende la seconda.

Prima di iniziare la trattazione dell'argomento è necessario fare due doverose premesse: in primo luogo, la valutazione d'azienda e quindi anche quella di un istituto di credito è priva di una normativa riconosciuta, e a questo ne consegue la presenza di una gran

quantità di metodi diversi trovati nelle prassi; in secondo luogo, nell'anno 2011 è nato l'organismo italiano di Valutazione (OIV), fondazione senza scopo di lucro promossa da soggetti quali AIFA, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC e Università Bocconi, che ha lo scopo di redigere e diffondere principi uniformi da applicare nelle valutazioni economiche al fine di accrescere la fiducia dell'utilizzatore finale delle valutazioni.

Il presente lavoro si articola in 3 capitoli. Nella prima parte del primo capitolo andremo a determinare i principi centrali e generali della valutazione necessari ai fini della nostra analisi. In effetti, la stima del valore degli intermediari finanziari viene effettuata ricorrendo a un procedimento fondato sugli stessi principi e criteri che stanno alla base della valutazione delle imprese industriali; per poter quindi comprendere le peculiarità che contraddistinguono la valutazione delle banche è necessario conoscere preliminarmente le logiche sottostanti alle metodologie che trovano tipicamente utilizzo per valutare un'azienda. Successivamente, ci concentreremo sull'attività bancaria, sulle funzioni che essa ricopre e come vengono sviluppate; queste informazioni sono importanti per comprendere quali possono essere le caratteristiche chiave che possono incidere sulla determinazione del valore. Infine, andremo ad analizzare le norme che regolano la vigilanza e vedremo come queste possano incidere sul prezzo di scambio fra i pacchetti azionari di titoli bancari; infatti la vigilanza, molto rigida in questo settore, potrebbe far nascere delle barriere sia all'entrata che all'uscita, che possono condizionare non poco l'operatore. La prima parte del secondo capitolo sarà incentrata sulla comprensione della Teoria Additiva. Questa teoria riesce a fondere una molteplicità di aspetti che per loro natura sono imprescindibili per la valutazione. Si passa infatti dalla

consistenza patrimoniale della banca alla sua redditività futura passando per finire all'analisi di tutte le sinergie che dall'acquisizione possono derivare. La seconda parte di questo capitolo sarà sviluppata sull'analisi delle valutazioni (in particolare del rischio) già presenti sul mercato che possono essere indispensabili per indicare la via della valutazione. Il terzo capitolo si esplica introducendo e analizzando tutte quelle che sono i più recenti e importanti metodi di valutazione utilizzati nella prassi.

Capitolo 1.

La valutazione dell'azienda riesce a quantificare, con approssimazione accettabile, il valore intrinseco delle imprese in normali condizioni di funzionamento, che non traspare nel bilancio e nella restante informativa ordinaria d'esercizio.

La valutazione di un istituto di credito non può prescindere dal conoscere i principi e le regole che disciplinano la stima di un'azienda "universale" e, per questa ragione, per capire meglio ed affrontare con più consapevolezza il lavoro, nella prima parte di questo capitolo ci focalizzeremo sulla disciplina economica della valutazione d'azienda.

1.1. L'AZIENDA.

L'articolo 2555 del Codice civile definisce l'azienda come "il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa". Da una prima analisi di questa locuzione è fondamentale considerare il concetto d'azienda distintamente dai singoli beni che la compongono; infatti, l'alienazione totale o parziale di questi ultimi non comporta sempre e necessariamente il contemporaneo trasferimento d'azienda, la quale può proseguire le sue finalità e obiettivi con altri beni o servizi. Sotto questo punto di vista, si può di fatto considerare l'azienda come il complesso organico di elementi organizzati per l'esercizio dell'attività d'impresa, dotata dell'essenziale attributo costituito dall'avviamento. Per l'appunto si ha, per questa ragione, "azienda" non come una semplice "somma" di beni destinati all'esercizio dell'attività di impresa, ma come un insieme di elementi materiali e immateriali, che realizzando un complesso organico sinergicamente si combinano tra loro per seguire lo scopo dell'attività. L'importanza dell'avviamento è stata di fatto anche riconosciuta da molte sentenze della suprema Corte di cassazione, ad esempio:

"il complesso aziendale comprende cose materiali (mobili e immobili), cose immateriali compreso l'avviamento, rapporti di lavoro con il personale, crediti e debiti con la clientela ecc.: elementi tutti unificati in senso funzionale dalla volontà del titolare, con riguardo alla loro destinazione al comune fine dell'intrapresa attività imprenditoriale"

Ancora:

"L'azienda è un complesso di beni materiali e immateriali economicamente collegati per l'esercizio dell'impresa, che si distingue nettamente dai beni che la compongono"

1.2. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE.

Oggetto della valutazione è l'azienda, ma può non essere l'azienda globalmente intesa, bensì solo delle sezioni operative dell'impresa suscettibili di autonomo valore, come è il caso degli sportelli di una banca.

Generalmente tra queste sezioni può rientrare il ramo d'azienda, ovvero una sua parte, dotata di una configurabilità distinta come struttura e come capacità di generare valore. Sono rami d'azienda, ad esempio, le divisioni, ovvero le entità produttive e commerciali aventi una propria responsabilità di profitto, vale a dire strutture suscettibili di produrre autonomamente reddito. Analogamente i processi come la progettazione, il marketing, la produzione, ecc. possono essere oggetto di valutazione aziendale in quanto produttivi di valore.

Stesse considerazioni possono essere svolte per le aree d'affari, cioè insiemi di risorse attribuite ad unità organizzative di una società o di un gruppo di imprese. Anche se l'area d'affari comprende aspetti di prodotto e aspetti di mercato aventi valenza strategica in un'ottica competitiva, se la "struttura" è ben identificabile, è determinabile il suo valore in chiave valutativa aziendale. Se, al contrario, le risorse dell'area d'affari non sono chiaramente distinguibili, la valutazione è preceduta da un processo di "riconoscimento" che consenta l'imputazione di costi e ricavi.

Le entità sopra indicate hanno tutte in comune l'unitarietà funzionale dei fattori aziendali, aspetto che traspare con evidenza nelle operazioni di trasferimento dell'azienda.

Il processo di valutazione ha per oggetto il capitale economico d'impresa disponibile in un determinato momento, nell'ottica della continuità aziendale e delle aspettative future.

La stima interpreta, quindi, la relazione che lega il valore dell'azienda alle prospettive gestionali. Nel nostro lavoro una legittima osservazione concerne il fatto che spesso la

valutazione di una banca è effettuata per il passaggio di pacchetti di controllo; in questo caso è molto importante definire il prezzo dello scambio derivante però da un processo di valutazione.

1.3. IL CAPITALE ECONOMICO.

Il capitale economico d'impresa è caratterizzato essenzialmente da 2 requisiti:

- Astrattezza
- Genericità

Il primo requisito fa riferimento al fatto che il capitale economico non venga condizionato dalla natura delle parti, degli specifici interessi in gioco e della forza contrattuale che esprimono i soggetti che intervengono nelle negoziazioni, mentre il secondo requisito fa riferimento al carattere di obbiettività che fa sì che esso sia valevole per tutti i potenziali acquirenti in condizioni normali di mercato; inoltre, per essere realmente obbiettivo il valore non deve essere influenzato da fattori esogeni di mercato e da circostanze esterne instabili e contingenti. Per queste ragioni il valore “obbiettivo” implica la stima delle interconnessioni e delle complementarità aziendali che valorizzano le potenzialità insite nell'integrazione delle combinazioni economiche.

Oltre ai fenomeni d'azienda, di natura endogena, il valore economico, per definizione unitario, è funzione anche di valori di origine esterna che influiscono direttamente su diverse variabili e, in particolare, sulla forbice costi/ricavi. Il valore d'azienda, ovvero del suo capitale economico, anche se per definizione “obbiettivo”, non può però essere considerato un'entità assoluta e unicamente determinabile, ma è un valore relativo, anche in ragione dell'obbiettivo perseguito nel procedimento di valutazione. Se il valore è stimato nella prospettiva dell'utilità scaturente per una specifica parte (cedente o acquirente) viene quantificato un valore soggettivo che risente dei vantaggi conseguibili con la combinazione delle “formule imprenditoriali” delle parti (questo concetto verrà discusso nel secondo capitolo, vista la sua rilevanza per il calcolo del capitale economico di una banca) e che sconta le attese dei soggetti economici interessati all'operazione. In

questo senso si parla di “valore soggettivo di cessione” e “valore soggettivo di acquisizione”.

Ci sono vari elementi che possono giustificare questo scostamento rilevabile tra le due configurazioni di capitale in esame (valore economico e valore soggettivo): dal territorio d’insediamento dell’impresa ai segmenti di clientela, dalle politiche di espansione geografica e settoriale all’appetibilità strategica, dal grado di fattibilità di eventuali sinergie alla convenienza di ristrutturazioni aziendali, ecc. L’asimmetria informativa, peraltro, tra venditore e acquirente incide sul processo di formazione del valore soggettivo, generando criticità per la parte non a conoscenza delle leve del valore e per la parte non a conoscenza delle strategie di implementazione del progetto acquisitivo.

L’aleatorietà del valore dell’azienda derivante dal processo di valutazione è spesso confrontata con un valore negoziale. Il prezzo di contrattazione raramente coincide col valore teorico di valutazione, tuttavia è improprio considerare “valore” e “prezzo” alla stregua di due concetti autonomi e reciprocamente indipendenti: al contrario, si può affermare che ogni “prezzo” ha un suo “valore” teorico come base di riferimento. Entro questi due “numeri”, si sviluppano le trattative. Il prezzo economicamente si determina come incontro della domanda e dell’offerta, tra venditore e uno o più offerenti, ed è quello espresso dai mercati e dai singoli contraenti. Il punto di partenza, nelle contrattazioni per il trasferimento dell’azienda e più nel dettaglio una banca, ad esempio per il passaggio di pacchetti azionari di minoranza o maggioranza, è dunque il valore “teorico” che successivamente andrà a evolversi nel prezzo di scambio. In special modo, dalla quantificazione del valore alla determinazione del prezzo intervengono altri importanti fattori, tra i quali:

- Le situazioni personali e di prestigio tra i contraenti;

- I loro interessi economici;
- Le singole posizioni;
- Le utilità prospettive le specifiche preferenze;
- La forza negoziale;
- L'abilità commerciale;
- Le modalità di pagamento;
- Le clausole contrattuali.

Quando sono individuabili elementi di vantaggio o svantaggio per le parti, il prezzo assume quindi un valore diverso, maggiore o minore, rispetto al valore economico, influenzato anche dalla specifica fattispecie di riferimento. Il valore dell'azienda, da teorico, in quanto quantificato indipendentemente dagli effetti conseguenti al suo inserimento nel contesto di mercato, rischia di divenire "virtuale", in quanto il prezzo pagato nelle transizioni effettive può risultare anche significativamente diverso dal valore determinato con l'applicazione delle differenti metodologie valutative. Infatti, i criteri utilizzati per valutare l'azienda si basano su molteplici elementi di base, in particolare su dati storici di bilancio, opportunamente documentati e corretti per essere normalizzati e integrati. Si perviene così a valutazioni concentrate sul valore patrimoniale (molto utilizzate nella prassi di valutazione bancaria negli ultimi anni del 1900), in riferimento al patrimonio netto contabile contestualmente rettificato, o su quello reddituale (attualizzazione dei redditi normalizzati), o su altri valori parametrici (finanziari o misti, di mercato, ecc.).

La contrapposizione Valore\Prezzo, tipica della letteratura economica-aziendale, non ha in teoria ragione di esistere in un mercato evoluto, dove è possibile comparare i prezzi e generalizzare processi che portano alla definizione di valori di acquisizione. In tale

contesto è possibile stimare il “prezzo” dell’azienda che frequentemente deriva da valutazioni di investimento, anche se determinato dalle capacità contrattuali. Nella prassi, la contrattazione che nasce nella volontà di acquistare una banca mette in luce il fatto che sovente gli acquirenti sono altri istituti di credito, soprattutto per risolvere il problema di consolidamento del settore, e ciò fa sì che questo sia un mercato che si basa su un Oligopolio Bilaterale (pochi venditori e pochi acquirenti).

Secondo la Dottrina, la principale via da percorrere per chiarire la formazione del prezzo nel caso di un Oligopolio Bilaterale consiste nel calcolare il capitale di Bilancio, convenientemente correggendo la pura espressione contabile, e nell’aggiungere a tale valore un ammontare a titolo di Avviamento.

1.4. L'AVVIAMENTO.

L'avviamento viene definito come la capacità dell'azienda di conseguire redditi nel tempo, denotando l'attitudine dell'azienda a generare utili in misura superiore a quella ordinaria.

In passato l'avviamento dell'azienda veniva identificato con la sua clientela, che ne costituiva l'elemento essenziale, al pari, secondo alcuni, dell'organizzazione, che però ne era il presupposto. L'avviamento e la clientela, pur costituendo entrambi indici del valore dell'azienda, rispondono a entità tra loro non coincidenti, in quanto, mentre l'avviamento sta ad indicare le potenzialità economica dell'azienda, vale a dire la sua attitudine a produrre beni e servizi ed in particolare ad attirare clienti, la clientela si riferisce, invece, al complesso dei clienti acquisiti. Per queste motivazioni la differenza tra un'azienda di nuova costituzione e un'azienda già avviata è che l'azienda già funzionante produce risultati economici positivi come conseguenza dell'organizzazione dei fattori della produzione nell'azienda stessa. È una specifica qualità dell'impresa avviata. Precisamente, tornando anche a riflettere sul punto per il quale bisogna considerare distaccati l'azienda e i singoli beni che la compongono, vista nella parte iniziale del capitolo, l'azienda, entrata nella sua fase dinamica, produce profitti maggiori di quelli che si sarebbero potuti ricavare dai singoli beni che la compongono e che competono a chi ha organizzato tali beni avendo disposto un sistema idoneo a creare valore. Di conseguenza, chi acquisisce un'azienda funzionante riconosce al cedente un "valore" di avviamento, volendo evitare rischi di insuccesso e i costi di impianto. In questi casi l'avviamento è derivato per effetto del trasferimento a titolo oneroso, altrimenti l'avviamento risulta internamente generato in quanto frutto di gestione aziendale efficiente

nell'organizzazione tanto nel complesso dei beni aziendali, materiali e immateriali, quanto delle risorse umane.

1.4.1. AVVIAMENTO POSITIVO.

L'avviamento può essere positivo (Goodwill) o negativo (badwill).

L'avviamento positivo può essere definito, in termini quantitativi, come la differenza, a una certa data, tra il valore globale dell'azienda e la somma algebrica dei valori correnti, attivi e passivi, che compongono il capitale aziendale.

Il collegio sindacale può, ai sensi dell'articolo 2426 n. 6 del Codice civile, dare il consenso per l'iscrizione dell'avviamento nell'attivo dello stato patrimoniale se acquisito a titolo oneroso, nei limiti del costo per esso sostenuto e deve essere ammortizzato entro un periodo di 5 anni, da un punto di vista fiscale è ammortizzabile in 18 anni. Come conseguenza di questa normativa, non è possibile iscrivere alcun valore tra le attività di bilancio se non vi è stata una regolazione considerata onerosa, (un'acquisizione a titolo gratuito non è iscrivibile in bilancio).

Non tutti sono favorevoli sull'opportunità di ammortizzare l'avviamento. Alcuni sostengono che, col tempo, l'avviamento, anziché deprezzarsi, potrebbe aumentare di valore e sarebbe più opportuno quindi lasciare inalterato il valore. I principi contabili internazionali IAS/IFRS, a loro volta, iscrivono l'avviamento in bilancio, ma rendono obbligatoria la sua verifica di valore attraverso le applicazioni di impairment test.

1.4.2. AVVIAMENTO NEGATIVO.

Innanzitutto, l'avviamento negativo si verifica quando il risultato reddituale è inferiore al risultato patrimoniale prendendo come riferimento il dato medio degli ultimi esercizi.

Quindi, numericamente, corrisponde alla diminuzione di valore del patrimonio di un'azienda che è abitualmente in perdita. È l'indice di un complesso funzionante che, in termini di efficienza, ha un valore minore dei valori che lo compongono.

Le perdite, in generale, comportano un'incidenza rilevante sul valore del capitale economico, che ne in molti casi ne risente particolarmente, soprattutto per quei metodi basati sui redditi. Tuttavia, vedremo nel proseguo del lavoro come negli istituti di credito questo deficit non incida particolarmente. Infatti, spiegare il valore di una banca dai suoi soli redditi prospettici sarebbe riduttivo, in quanto ci sono molte variabili di difficile quantificazione che svolgono un ruolo importante e decisivo. Non vi sono dubbi che una banca sia una realtà troppo complessa per essere stimata e valutata con tecniche basate unicamente sulla considerazione dei redditi futuri (questo punto sarà approfondito nel terzo capitolo).

1.5. METODI UTILIZZABILI PER LA QUANTIFICAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO.

I metodi utilizzabili per quantificare il capitale economico sono i seguenti:

- Patrimoniali;
- Redditali;
- Che esplicitano la creazione di valore;
- Finanziari;
- Comparativi di mercato.

Ovviamente, la scelta dei metodi da utilizzare deve essere effettuata caso per caso, tenendo conto del contesto di riferimento nonché delle specificità dell'azienda; si evidenzia che, nella pratica dell'universalità delle aziende, sono i criteri finanziari e comparativi di mercato a trovare prevalente utilizzo.

1.5.1. I METODI FINANZIARI.

I metodi finanziari si basano sull'assunto condivisibile che il valore di un'impresa sia direttamente legato ai flussi di cassa che sarà in grado di generare prospetticamente, attualizzati al momento della valutazione. Si è dell'avviso, infatti, che tali metodi, tenendo conto della capacità dell'azienda di produrre in futuro flussi di cassa e del profilo del rischio ad esso associato, siano sotto il punto di vista teorico i più razionali ai fini di valutare un'azienda.

Affinché si possa giungere ad un affidabile stima del valore tramite i metodi finanziari è necessario in primis individuare i cash flow futuri riconducibili a quell'impresa, prestando particolare attenzione a criteri quali la coerenza, la ragionevolezza e la sostenibilità dei

dati. A questo fine, è necessario disporre di un piano aziendale elaborato dal management dell'azienda. In aggiunta si devono rilevare correttamente i parametri di mercato che vengono inseriti nei modelli di quantificazione dei tassi di sconto; questi ultimi devono essere in grado di esprimere il grado di rischio che contraddistingue i flussi prospettici. Questi metodi comprendono il Discounted cash flow (DFC), il quale può essere applicato sia con una prospettiva asset side che equity side, e il Dividend discount model (DDM). Questi due modelli si distinguono per i diversi flussi di cassa e tassi di attualizzazione che sono presi in considerazione ai fini della stima. In particolare, nella variante asset side del DFC i Free Cash Flows to Firm sono attualizzati al WACC (weighted average cost of capital) per giungere alla stima del Valore dell'attivo (enterprise value). Nella variante equity side del DFC i Free Cash Flows to Equity sono attualizzati al costo dell'equity e in questo caso si giunge alla stima del Valore dei mezzi propri (equity value). Infine, i dividendi sono attualizzati nel DDM al costo dell'equity per stimare il Valore dei mezzi propri.

1.5.2. I METODI COMPARATIVI DI MERCATO.

I metodi comparativi di mercato prevedono l'applicazione a grandezze aziendali di multipli derivanti dalla capitalizzazione di Borsa di società quotate confrontabili e dalle negoziazioni che hanno avuto per oggetto quote di capitale di società comparabili.

Anche se meno accreditati sotto il profilo teorico rispetto ai metodi DCF, nella prassi operativa i metodi comparativi di mercato trovano notevole diffusione nell'ambito della valutazione delle imprese, in virtù soprattutto della loro semplicità di applicazione.

Questi metodi consentono di valutare un'azienda mediante un rapporto che si ottiene dividendo il Valore dell'attivo (FCCF attualizzato al WACC) o dei mezzi propri (FCFE

attualizzato al costo dell'equity) di società ritenute omogenee per una grandezza degli stessi "comparabile" ritenuta determinante nella formazione del valore posto al numeratore del quoziente; il risultato del rapporto viene poi applicato alla medesima grandezza riferita all'azienda oggetto di valutazione.

L'utilizzo dei multipli si basa sull'assunto che i valori di mercato relativi a società o transazioni comparabili rappresentino, rispettivamente, un'utile stima di riferimento del valore fondamentale o del valore di acquisizione e che questi presentino un nesso di causalità con la variabile che si trova al denominatore del rapporto. Inoltre, tali metodi ipotizzano implicitamente che il mercato sia in grado di esprimere correttamente le attese di crescita dei risultati e i rischi delle società comparabili e quindi anche dell'azienda omogenea oggetto di valutazione.

In merito alla grandezza che compare a denominatore, questa può essere di natura patrimoniale, economica e finanziaria, oppure può trattarsi di un indicatore di capacità produttiva o commerciale.

1.5.3. I METODI REDDITUALI.

Sono applicabili, similmente al metodo del Discounted Cash Flow, nella variante asset side oppure equity side: nel primo caso è prevista l'attualizzazione del risultato operativo disponibile al netto delle imposte ad un tasso pari al WACC, mentre nel secondo caso si devono attualizzare i redditi netti distribuibili utilizzando il costo dell'equity.

Tali metodi possono trovare proficuo utilizzo per quelle aziende che si trovano in una situazione stazionaria; infatti, in una condizione di steady state (punto stazionario) redditi e flussi di cassa tendono a coincidere, in quanto si assume che il capitale circolante

rimanga costante, gli ammortamenti pareggino gli investimenti di rinnovo e il rapporto di indebitamento risulti costante.

1.5.4. I METODI PATRIMONIALI.

I metodi patrimoniali rappresentano un'alternativa valida soprattutto nel caso in cui si debbano valutare alcuni tipi di aziende, quali le società immobiliari e le holding pure, e quelle imprese che si caratterizzano per una marginalità ridotta.

Con tali metodi si stima il valore del capitale economico rivalutando il patrimonio netto esistente nell'istante in cui viene effettuata la stima.

I metodi patrimoniali si distinguono in semplice e complesso. A differenza del metodo patrimoniale semplice, che si limita a rettificare esclusivamente le attività e passività iscritte in bilancio, il metodo patrimoniale complesso considera anche quelle attività che non sono rappresentate in bilancio. Il metodo patrimoniale complesso richiede pertanto di:

- ❖ Revisionare ed eventualmente correggere il patrimonio contabile dell'azienda da valutare;
- ❖ Esprimere il capitale di bilancio a valori correnti;
- ❖ Identificare e valutare alla data di riferimento della stima il fair value delle attività e delle passività non iscritte in bilancio.

Il punto di partenza è quindi costituito dal patrimonio netto di bilancio che viene espresso da una situazione contabile riferita a una specifica data; se tale situazione contabile non è stata oggetto di revisione contabile indipendente, le attività e le passività, anche con l'ausilio di soggetti terzi, devono essere sottoposte a procedure di revisione per verificarne la corrispondenza rispetto a quanto richiesto dalle regole contabili di riferimento. Al fine

di esprimere il capitale netto a valori correnti si ricorre a criteri detti valori di carico, rappresentati dal costo storico aggiornato, dal costo di riproduzione e dal costo di sostituzione, oppure a criteri a valore di realizzo, che fanno riferimento al valore di mercato di beni identici o simili, oppure al valore d'uso del bene. Per quanto riguarda le attività e le passività non presenti in bilancio da valutare al fair value, il riferimento è a quei beni intangibili, quali ad esempio marchi, brevetti, know-how e design, quando questi valori siano generati internamente, e a passività non iscritte coerentemente con i principi contabili applicati.

1.5.5. I METODI CHE ESPLICITANO LA CREAZIONE DI VALORE.

Si tratta di metodi che si propongono di considerare nella valutazione congiuntamente l'aspetto patrimoniale e quello reddituale. Includono il metodo misto patrimoniale-reddituale, il Residual Income Method e il metodo Discounted economic profit.

1.6. SETTORE E ATTIVITA' DI UN ISTITUTO DI CREDITO.

Descrivere il settore bancario e quindi quali siano le attività e le funzioni che orbitano attorno ad una banca è rivelatore per comprendere le logiche e le variabili fondamentali che incidono sul valore di questa specifica azienda; abbiamo in effetti visto nel paragrafo sull'avviamento come le sole variabili reddituali siano limitanti per spiegarne il reale valore.

In questa sezione andremo quindi a concentrarci su questi due aspetti (settore e attività), andando a perimetrare gli ambiti di una banca. Andremo a focalizzarci sui suoi aspetti principali e su quali importanti funzioni ricopre; in modo particolare, fra quest'ultime possiamo annoverare:

- Funzione creditizia;
- Funzione di investimento;
- Funzione monetaria;
- Funzione di servizi;
- Funzione economico-sociale.

1.6.1. LA FUNZIONE CREDITIZIA.

La Funzione creditizia è la principale funzione svolta dalle banche: esse assumono un ruolo di intermediario nel settore del credito tra coloro che offrono capitale da dare in prestito e coloro che hanno bisogno di capitale da prendere a credito, come imprese o famiglie. Infatti, coloro che dispongono di denaro lo depositano presso banche e, in questo modo, le banche raccolgono denaro dai risparmiatori. Queste operazioni per la banca sono operazioni passive, poiché sulle somme ricevute dai risparmiatori la banca corrisponde

interessi. A sua volta, la banca impiega le somme di denaro ricevute dai risparmiatori concedendo prestiti a coloro che ne fanno richiesta. Queste operazioni per la banca sono operazioni attive, poiché sulle somme che la banca presta ai clienti riceve da quest'ultimi interessi. La banca guadagna dalla differenza tra gli interessi ricevuti sulle somme date in prestito e gli interessi corrisposti a coloro che hanno depositato presso di essa delle somme di denaro.

1.6.2. LA FUNZIONE DI INVESTIMENTO.

La funzione d'investimento consiste nell'impiegare capitale proprio e parte di quello raccolto in:

2. Investimento in titoli;
3. Investimenti in valute estere;
4. Investimenti strutturali organizzativi necessari per lo svolgimento dell'attività della banca, come ad esempio uffici, impianti blindati, mobili, apparecchi elettronici, ecc.

1.6.3. LA FUNZIONE MONETARIA.

Le banche svolgono una funzione monetaria, in quanto creano mezzi di pagamento utilizzati per regolare gli scambi commerciali come, ad esempio, assegni bancari e circolari, giroconti, ecc.

1.6.4. LA FUNZIONE DI SERVIZI.

Gli istituti di credito offrono moltissimi servizi alla propria clientela, che si dividono in:

- Servizi monetari;

- Servizi di custodia;
- Servizi di consulenza;
- Servizi finanziari.

1.6.5. LA FUNZIONE ECONOMICO-SOCIALE.

Infine, le banche svolgono una funzione economica-sociale, in quanto:

- Indirizzano i risparmiatori verso le attività produttive, favorendo lo sviluppo economico;
- Sono direttamente interessate da molte decisioni di politica economica prese dalle Autorità monetarie (tassi d'interesse, acquisto di titoli, ecc.);
- Investono in titoli pubblici parte dei fondi raccolti, finanziando, in questo modo, la spesa pubblica.

1.7. L'ATTIVITA' BANCARIA.

Entrando più nello specifico, queste funzioni si manifestano nell'attività bancaria, che può essere a sua volta suddivisa in quattro tipologie fondamentali:

- Attività bancaria tradizionale (banca commerciale);
- L'investment banking (banca d'investimento);
- Altre forme di attività bancaria specializzata;
- Attività bancaria universale (Universal banking).

Descrivere più nel dettaglio queste realtà ci interessa particolarmente, dal momento che possono porsi quale cornice interpretativa delle performance economico-finanziarie degli intermediari.

1.7.1. L'ATTIVITA' BANCARIA TRADIZIONALE.

Questa attività consiste nella raccolta del risparmio tra il pubblico, sotto ogni sua forma, e l'esercizio del credito. La materia è regolata di fatto dal D.lgs. 385/1993, definito Testo unico in materia bancaria (TUB). In particolare, il TUB all'articolo 10 statuisce che “la raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio di credito costituiscono l'attività bancaria”.

Possiamo indubbiamente determinare come l'esercizio di queste due attività individui il modello dell'attività bancaria più semplice, o se si vuole, più tradizionale. Questa attività consiste nella raccolta di capitale presso i risparmiatori utilizzando come strumento principale i depositi o l'emissione di titoli di debito; successivamente, la banca trasferisce queste risorse a imprese e/o famiglie mediante l'erogazione di prestiti e la sottoscrizione di passività emesse da questi soggetti. Nel fare ciò, la banca assume i rischi di insolvenza della clientela finanziata e attua una complessa attività di trasformazione qualitativa delle

risorse medesime, giustificando con ciò il costo che l'intermediazione pone a carico della collettività.

Dato che al fine di erogare servizi di prestito e deposito la banca si avvale di strutture contrattuali che implicano l'offerta di mezzi di pagamento alternativi alla moneta legale, alla funzione di intermediazione si aggiunge, in questo modello di attività, l'esercizio della funzione monetaria, che oggi avviene avvalendosi di forme e strumenti sempre più immateriali.

Oltre a ciò, ci sono altre funzioni che implicano l'erogazione di servizi di natura diversa dalle due categorie indicate (risparmio e investimento), che possono essere servizi di supporto al commercio internazionale, amministrazione e custodia valori, consulenza agli investimenti finanziari, ecc.

Tutte queste tipologie di attività, con le sue varianti e articolazioni, porta la banca a operare in contropartita di un vasto pubblico di risparmiatori e di imprese e postula l'esistenza di un'estesa rosa di rapporti di clientela, generando:

- Una struttura organizzativa tipica da azienda "divisa", con la necessità di costituire una idonea articolazione di filiali sul territorio, per poter raggiungere l'utenza e dar luogo all'erogazione del servizio, le quali ne possono accrescere il valore;
- Una strategia attenta al mercato sia corporate che retail, incentrata sul valore delle relazioni di clientela, la capacità di dialogo con l'utenza, le politiche di comunicazioni, la conoscenza del sistema imprenditoriale e la capacità di valutare i rischi creditizi.

Questo tipo di attività bancaria, con un'espressione presa dal gergo statunitense, si può definire commercial banking e l'azienda che la esercita viene definita banca commerciale o di deposito.

A tale modello corrispondeva la maggior parte delle banche esistenti in molti Paesi fino a circa 20-25 anni fa. Durante la lunga fase di crescita e innovazione finanziaria, essa, in seguito ai processi di diversificazione diffusi un po' in tutte le fasce dimensionali di intermediari e in tutti i sistemi, è divenuta parte di un modello di attività molto più vasta e articolata e oggi sopravvive come modello esclusivo soltanto presso alcune tipologie di banche di dimensioni relativamente ridotte o confinate in ambiti territoriali limitati. Ciò non toglie che esso continui a costituire il nucleo centrale dell'operatività bancaria e il punto di ancoraggio strategico di banche e intermediari di dimensioni varie, compresi molti gruppi altamente diversificati. Negli ultimi tempi, in seguito alla crisi dei mutui subprime, ai processi di ristrutturazione dei grandi gruppi e alla conseguente rifocalizzazione delle strategie bancarie su strategie più stabili e tradizionali, il commercial banking, sia pur con rilevanti modifiche e integrazioni, è tornato a caratterizzare in modo prevalente l'attività bancaria. In ogni caso, esso rimane una componente strategica imprescindibile per tutti gli intermediari che si rivolgono a mercati di massa o che ambiscono ad acquisire posizioni di influenza nel mercato dei servizi finanziari.

1.7.2. L'INVESTMENT BANKING.

Sviluppato e diffuso soprattutto nel mercato statunitense, l'investment banking costituisce un modello di attività bancaria. Si qualifica per il ruolo svolto dalla banca tra emittente e mercati finanziari e si rivolge ad una fascia di clientela di livello elevato, costituita da

imprese di grandi dimensioni, enti pubblici territoriali o Stati sovrani, alti intermediari finanziari e investitori istituzionali.

Le attività riconducibili al modello di investment banking sono piuttosto varie: esse, infatti, si sono incrementate nel corso del tempo grazie al processo di innovazione finanziaria. In generale, esso è costituito da 2 elementi fondamentali:

- Le attività svolte nel mercato finanziario, incentrate, da un lato, sulla sottoscrizione (underwriting) delle emissioni di valori mobiliari che la clientela effettua nel mercato medesimo e relative attività di organizzazione e gestione (attività svolte nel mercato primario); dall'altro, sulla gestione degli strumenti finanziari negoziati nei mercati (azioni, bonds e derivati) principalmente sotto il profilo della liquidità (attività svolte nel mercato secondario); questo insieme di attività viene identificato con denominazioni diverse, tra cui la più diffusa è “servizi di mercato” o “capital market”;
- Le attività di finanziamento consistenti nell'organizzazione di complesse operazioni di finanziamento, caratterizzate, oltre che dalla consistenza degli importi unitari e dalla dimensione internazionale e multivariata, dall'esistenza di specificità in termini di scopi e struttura delle operazioni medesime: finanziamenti specializzati per forma tecnica o tipologia di settore, operazioni di supporto alle attività di finanza straordinaria (acquisizioni, cessioni, ristrutturazioni), attività di finanza strutturata e così via. Queste attività sono denominate generalmente come “attività di corporate” o “structured finance”.

A questi due ambiti originari, si sono col tempo aggiunti, anche grazie ai processi di innovazione, altre attività, che hanno assunto nel comparto considerato piena valenza strategica; tra queste soprattutto:

- Le attività di asset management, o servizi di investimento, solitamente orientate verso investitori istituzionali o detentori di grandi patrimoni, spesso gestite con orizzonti globali e veicoli esterni alla banca;
- Le attività di financial risk management, finalizzate a gestire il profilo dei rischi finanziari della clientela corporate o istituzionale e operanti tramite la vasta tipologia di strumenti finanziari derivati.

Dentro questi confini, particolarmente importante è stato il processo che nel corso degli anni ha portato le investment banks a sviluppare notevolmente sia l'insieme di attività di trading proprietario, ossia per conto proprio, su titoli e derivati (attività sostanzialmente disconnessa dalle esigenze della clientela e idonea a generare consistenti profitti, ma anche rischi assai elevati e complesse situazioni di conflitto d'interesse), sia l'utilizzo di veicoli esterni per la gestione di fondi d'investimento con obiettivi altamente aggressivi.

Nel dettaglio, le attività svolte dalle banche d'investimento possono essere così elencate:

- Servizi di assistenza all'accesso e alla quotazione nei mercati finanziari (organizzazione e gestione di IPO nelle principali piazze finanziarie internazionali);
- Sottoscrizione (underwriting) e organizzazione di collocamenti di strutture di strumenti finanziari su vasta scala;
- Svolgimento, nei mercati secondari, delle funzioni di dealing, brokerage e market making;
- Attività di trading, in proprio conto o per conto della clientela, svolta su strumenti finanziari di varia natura;

- Emissione e gestione di strumenti finanziari complessi (varie tipologie di valori mobiliari e derivati su crediti, strumenti finanziari e commodities);
- Strutturazione di operazioni di securitization (operazione che consente ad un soggetto di raccogliere risorse finanziarie sui mercati mobiliari a fronte della cessione di parte degli attivi di cui è titolare), realizzate anche mediante tecniche di ibridazione degli strumenti finanziari;
- Servizi di analisi di strumenti finanziari e di emittenti;
- Organizzazione di operazioni di finanziamento di livello internazionale;
- Erogazione di servizi di specialized lending;
- Assistenza e consulenza a operazioni di finanza straordinaria;
- Organizzazione di attività di finanza strutturata (project finance, leveraged buy out);
- Gestione di servizi specialistici di investimento (special investment vehicles).

Particolarmente caratterizzanti dell'investment banking statunitense sono la dimensione internazionale delle operazioni, lo standing molto elevato e la natura internazionale della clientela, il predominio della componente delle attività di mercato rispetto ai servizi di corporate finance.

Come è ben noto, è proprio da questo comparto di banche che si è originata, con i casi di Bear Sterns e Lehman Brothers, la grande crisi che ha rischiato di travolgere il sistema finanziario mondiale e che ha portato ad una razionalizzazione complessiva del settore.

Di fianco a questi soggetti specializzati, le diverse attività di investment banking sono state gradualmente sviluppate anche dai grandi gruppi diversificati, sia americani sia europei, che sono entrati nel comparto mediante acquisto di banche d'investimento

indipendenti, soprattutto statunitensi e britanniche. Con ciò, l'attività d'investment banking è stata diffusamente interiorizzata nei maggiori gruppi bancari universali, ove ha via via acquisito un ruolo di rilievo nella genesi dei profitti e dei rischi. La crisi ha poi messo in rilievo la fragilità finanziaria che la diffusione di queste attività introduce nelle banche universali, che operano con ampia base di depositi e che svolgono una funzione irrinunciabile di sostegno creditizio del sistema produttivo. Nella fase attuale, si assiste ad un significativo ridimensionamento di questa attività presso i soggetti indicati e a un suo più chiaro orientamento verso le esigenze di servizio della clientela e conseguentemente limitazione delle attività più rischiose, operazioni di investimento in titoli originati da cartolarizzazioni o di trading proprietario.

All'estremo opposto, si può ricordare l'esistenza di un comparto piuttosto eterogeneo di intermediari indipendenti (non inseriti in grandi gruppi universali), caratterizzati da forti specializzazioni in specifici comparti dell'investment banking (ad esempio il wealth management, l'organizzazione di emissioni mobiliari o di prestiti sindacati, le operazioni di finanza strutturata e così via). Si tratta di soggetti di natura bancaria e assicurativa, spesso dotati di reputazioni di eccellenza e di immagine prestigiosa, caratterizzati da dimensioni operative rilevanti.

In seguito alle vicende della crisi, l'attività di investment banking ha conosciuto un complessivo ridimensionamento, per effetto sia delle difficoltà in cui si sono trovati molti operatori di questo settore, sia della volatilità dei mercati e della stagnazione delle attività produttive. In particolare, si è avviata una fase di ripensamento del ruolo dell'investment banking all'interno dei gruppi bancari universali, ove per altro questa attività appare ancor oggi piuttosto diffusa e, nel complesso, capace di generare livelli rilevanti di profitto. In prospettiva, lo sviluppo dell'attività stessa e l'evoluzione dei relativi modelli saranno

verosimilmente influenzati dai nuovi assetti normativi che si stanno ovunque varando e che tendono a rivalutare la dimensione della stabilità dei sistemi finanziari.

1.7.3. LE ALTRE FORME DI ATTIVITA' BANCARIA SPECIALIZZATA.

Prescindendo dall'Investment banking, in ambito bancario e finanziario sono oggi diffuse altre numerose forme di attività specialistica, che trovano le loro ragioni d'essere nei benefici derivanti dalla focalizzazione strategica; si tratta di forme alla cui diffusione hanno molto giovato la deregolamentazione, l'internazionalizzazione delle attività bancarie e l'innovazione finanziaria.

Questi modelli, esercitati all'interno di intermediari di natura bancaria, finanziaria o di strutture di gruppo, possono essere individuati facendo riferimento alle categorie di clientela, ai settori produttivi serviti o alla tipologia dei servizi erogati. Facendo prevalentemente a questo ultimo criterio, essi possono essere così classificati:

- ❖ Attività di finanziamento immobiliare destinato alla clientela retail, generalmente definite come attività di mortgage lending; si tratta di una porzione cresciuta in misura notevolissima con l'accesso diffuso delle famiglie al credito per l'acquisto di abitazioni. Si tratta di una tipologia di attività non particolarmente recente, a cui fanno capo in Europa alcune delle più tipiche e antiche specializzazioni creditizie, ma che negli ultimi anni del 1900 ha ricevuto fortissimo impulso dalle innovazioni sia di prodotto (tipologia di mutui e relative formule contrattuali), sia di sistema erogativo (sistema ODT che ha enormemente dilatato le capacità operative delle banche e il loro leverage, con significativo e permanente aumento del rischio di liquidità). Naturalmente soltanto una parte di queste attività è gestita

nell'ambito di intermediari specializzati, soprattutto nel mercato non americano, mentre in altri contesti come quello europeo ci sono istituti ibridi;

- ❖ Attività di real estate o property development lending, consistenti in attività di finanziamento specializzato all'edilizia di tipo abitato o commerciale, comprensiva degli interventi di riassetto e valorizzazione di grandi aree industriali o urbane. È una tipica attività wholesale, rivolta a clientela corporate (grandi imprese di costruzioni o property developers) e caratterizzata da orizzonti finanziari medio lunghi. Un aspetto originale è costituito dal fatto che in alcuni sistemi bancari questa attività ha conosciuto sviluppi così rilevanti da assorbire una quota prevalente del credito erogato da banche commerciali o universali, dando così vita a processi di specializzazione "di fatto", non originati da chiare decisioni strategiche e sfociati in gravissimi episodi di instabilità bancaria;
- ❖ Attività di finanziamento specializzato degli enti territoriali e dalle amministrazioni pubbliche decentrate (a carattere regionale o provinciale); riassunte sotto la comune dizione di public lending o municipal lending, costituiscono una tipica attività all'ingrosso, che consiste nell'erogazione di finanziamenti o, più spesso, nella concessione di garanzie sulle emissioni mobiliari degli enti sovvenuti, che possono così reperire risorse a costo contenuto nel mercato finanziario. Specializzazioni di questo tipo si riscontrano in alcuni mercati europei e in quello statunitense;
- ❖ Attività di finanziamento specializzato (specialized lending), finalizzate al sostegno di acquisti di beni di elevato valore unitario, quali per esempio aerei, navi o attrezzature e impianti per l'industria estrattiva, energetica e petrolifera. Operazioni che richiedono forti competenze tecniche, legali e finanziarie e che si

riscontrano soprattutto presso intermediari insediati in aree o regioni in cui alcune delle attività sovvenute si svolgono con particolare intensità;

- ❖ Attività di finanza strutturata, parzialmente assimilabili a quelli già trattati ai punti precedenti, ma che si qualificano per l'autonomia finanziaria del progetto d'investimento, l'accurata pianificazione finanziaria, la rilevanza degli aspetti tecnico industriali e amministrativo legali, l'ampia gamma degli strumenti finanziari adottati e, in sintesi, per la flessibilità della formula finanziaria. In questa tipologia possono essere ricomprese le attività di project financing e di leveraged finance (in particolare i LBO);
- ❖ Erogazione di servizi che utilizzano strumenti contrattuali diversi dal credito bancario o dai contratti di finanziamento, quali per esempio il leasing o il factoring, nelle loro molteplici articolazioni. In alcuni ordinamenti queste specializzazioni possono essere suggerite dalle peculiarità delle formule contrattuali e dalle relative implicazioni sotto il profilo normativo, amministrativo e tributario;
- ❖ Attività di gestione di servizi di investimento, nelle molteplici articolazioni derivanti dalla tipologia di strumenti finanziari, dalle formule gestionali, dai contesti territoriali, dalle finalità dell'investimento e così via. Si tratta di un vastissimo macroambiente di attività finanziarie in cui sono presenti sia le banche sia le imprese assicurative, direttamente o attraverso società specializzate, sia gli intermediari indipendenti di natura non bancaria. Le più significative specializzazioni riscontrabili presso i soggetti di natura bancaria sono date dalle attività di gestione di fondi d'investimento, dalle attività di private banking o wealth management, dai servizi a forte contenuto di previdenza. In questo vasto

comparto, così come in quello dei servizi assicurativi, la specializzazione è spesso resa necessaria dalle normative vigenti;

- ❖ Erogazioni di servizi di custodia, deposito o amministrazione di valori mobiliari rivolti prevalentemente a banche, altri intermediari finanziari e investitori istituzionali. Si tratta di attività che richiedono una forte focalizzazione al fine di poter raggiungere volumi di attività molto elevati, tali da generare significative sinergie gestionali. Una parte rilevante da tali attività è svolta all'interno di gruppi bancari e finanziari, solitamente attraverso strutture distinte (banche depositarie);
- ❖ Attività di gestione di servizi di credito al consumo o credito personale (consumer lending) rivolti a privati e famiglie e gestiti sia all'interno dei gruppi diversificati, sia nell'abito di intermediari specializzati, spesso di natura non bancaria. Sono caratterizzati dalla relativa semplicità e standardizzazione delle formule contrattuali, dalla rilevanza della funzione distributiva e dal ruolo che vi svolgono le procedure automatizzate per la raccolta delle richieste e lo svolgimento delle istruttorie creditizie. Una fattispecie peculiare è quella originata dall'integrazione tra questa tipologia di attività e i servizi di pagamento, che trova un peculiare esempio nei sistemi di gestione di carte di credito, operanti su vasta scala e con orizzonte globale.

Accanto a questi casi particolari, si possono poi riscontrare altre tipologie di specializzazione, ispirate a logiche in parte diverse. Ad esempio:

- Specializzazioni per scadenze di attività e passività, che possono dare origine a banche a breve termine, specializzate nel sostegno del ciclo commerciale delle imprese, e banche a medio-lungo termine, specializzate nel sostegno finanziario degli investimenti di capitale; oggi sono meno diffuse, mentre in

un passato non lontanissimo caratterizzavano distintamente alcuni sistemi creditizi, tra cui quello italiano;

- Specializzazioni per tipologia di settore produttivo finanziato (inteso come macrosettore di operatività, quali per esempio l'agricoltura, l'industria, il terziario, l'edilizia e così via); anche queste forme sono andate via via scemando per effetto sia dei processi di diversificazione condotti dalle banche, sia dalla crescente integrazione tra i settori medesimi. Per certi versi essi sopravvivono, ma in forme radicalmente mutate, presso gli intermediari specializzati in mortgage o specialized lending;
- Specializzazioni derivanti dal tipo di impegno assunto dalla banca verso la clientela; si pensi, a titolo di esempio, alla formula della banca di garanzia che non eroga prestiti ma concede garanzie con cui le imprese sovvenute (in special modo di piccole dimensioni) possono ottenere più agevolmente credito presso il sistema bancario.

1.7.4. L'ATTIVITA' BANCARIA UNIVERSALE (UNIVERSAL BANKING)

Veniamo infine al modello che costituisce lo sviluppo storico dell'attività bancaria tradizionale e definisce la fattispecie di gran lunga più diffusa nei sistemi creditizi contemporanei: quello dell'attività bancaria universale o Universal banking, espressione con la quale si intende una banca o un gruppo bancario che opera mediante una amplissima gamma produttiva e che mira a soddisfare in modo integrato e globale le esigenze di servizio espresse dall'utenza, familiare, aziendale e istituzionale.

Tale modello è nato e si è diffuso in seguito ai processi di deregolamentazione che hanno consentito alle banche il libero svolgimento di una vastissima gamma di servizi finanziari

(prima non consentiti o riservati a intermediari specializzati) e quindi favorito la diversificazione strategica del settore; esso ha trovato alimento nella forte crescita dei mercati e dell'intermediazione finanziaria, nella diffusione dell'innovazione, nei processi di internazionalizzazione dell'attività bancaria e finanziaria e nello stesso fenomeno della concentrazione creditizia. Nella maggior parte dei sistemi, infatti, le Universal banks originano da soggetti precedentemente orientati alle tradizionali attività bancarie, poi integrate da un insieme di attività di carattere specialistico, per lo più interiorizzate tramite acquisizioni; dal punto di vista organizzativo a questo modello corrisponde quasi sempre una struttura di gruppo, a volte anche molto complessa e articolata per tipologie di business e aree territoriali.

In sintesi, l'Universal banking può essere concepito come la stratificazione di alcune macro-tipologie di attività o come l'integrazione di più modelli di attività bancaria:

- Il modello tradizionale o commercial banking, rivolto a un'ampia clientela sia retail che corporate e declinato in tutte le sue sfumature (tipologia di operazioni, scadenze contrattuali, ecc.);
- Le forme di erogazione di servizi finanziari specialistici descritti al paragrafo **1.6.4**, accorpabili nelle seguenti categorie: servizi di investimento del risparmio (asset management), servizi assicurativi previdenziali, servizi di consumer lending, servizi di finanziamento immobiliare;
- Il modello dell'investment banking, declinato nelle sue macro-componenti principali e nelle sue numerose articolazioni operative.

Naturalmente, ai fini di una corretta rappresentazione della realtà, occorre considerare che la vastità e l'articolazione della gamma di offerte (e quindi il grado stesso di universalità della banca o gruppo considerato) si collocano lungo un continuo di sfumature, tra

l'estremo costituito dalle prime, limitate diversificazioni del modello tradizionale e quello rappresentato dalle strutture complesse dei grandissimi gruppi globalizzati. Nel complesso, comunque, il modello dell'Universal banking, corrispondendo meglio di tutti gli altri alle esigenze accresciute, integrate e altamente articolate della clientela, continua a costituire quello di gran lunga prelevante in tutti i sistemi creditizi; pur con significativi ridimensionamenti delle componenti più instabili e rischiose (in gran parte collocate nelle attività di investment banking e nella finanza immobiliare) è assai verosimile che esso continuerà anche in futuro a costituire il riferimento principale delle strategie bancarie.

1.8. ATTIVITA' E VIGILANZA STRUTTURALE NEL SISTEMA CREDITIZIO

Tra i fattori che influenzano il “mercato” dei pacchetti azionari di controllo delle aziende di credito una attenzione particolare è dovuta a quella che è, e come viene esercita, l'attività di vigilanza nel sistema creditizio. In special modo essa va ad influenzare pesantemente il prezzo che, come abbiamo precedentemente visto, deriva dal valore. Per comprendere questo è fondamentale capire come funziona la vigilanza bancaria.

L'architettura della vigilanza istituzionale dell'Unione bancaria europea (EBU) è basata su tre pilastri. Il primo pilastro, il meccanismo di vigilanza unico (single supervisory mechanism, SSM) ha al suo centro la Banca centrale europea, istituzione a cui è stata, appunto, affidata la funzione di vigilanza bancaria. Il secondo pilastro dell'EBU è il meccanismo di risoluzione unico (SRM), istituito con il regolamento n. 806/2014 del 15 luglio 2014, che fissa norme e procedure uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del fondo di risoluzione unico, e con la direttiva 2014/59 del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento. Esso ha al suo centro, considerato il suo schema organizzato al pari di una stella, un'agenzia il Single Resolution board. Il terzo pilastro è il sistema di assicurazioni dei depositi, tuttora incompiuto se non per una direttiva di armonizzazione, direttiva 2014/49/UE del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi. La mancata istituzione del terzo pilastro è considerata una delle più grandi debolezze di tutta l'EBU. A questo proposito, sono stati numerosi negli anni gli interventi a favore del completamento dell'EBU, tra i quali se ne ricordano molti di Mario Draghi (si veda, ad esempio, *Draghi: prioritario completare unione bancaria eurozona*, in “il sole 24 ore”, 11 Novembre 2015).

Comunemente, il dibattito è incentrato sulla divisione di funzioni tra la BCE e le autorità di vigilanza nazionali. Per quanto rilevante, tale aspetto non deve però far dimenticare che le funzioni di vigilanza bancaria sono altresì assegnate anche ad altre agenzie europee, come il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziario (ESFS), create in prima fase di risposta alla crisi finanziaria del 2008, che non sono state esautorate una volta costituita l'EBU e che oggi, quindi, rappresentano un ulteriore livello di complessità nell'organizzazione della funzione di vigilanza, così come nella ripartizioni fra le varie funzioni. Dalla coesistenza dell'ESFS (organismo molto articolato e complesso) e dell'EBU emergono tre modelli europei in materia di vigilanza. Il primo modello riguarda:

- L'esercizio delle funzioni di vigilanza negli Stati membri che non hanno adottato l'euro sui 3 settori di competenza delle autorità micro-prudenziali (successivamente verranno descritte) ovvero, settore bancario, strumenti finanziari e settore assicurativo;
- La vigilanza in tutto il mercato unico europeo (eurozona e non) di alcune funzioni specifiche come sistema dei pagamenti, riciclaggio e tutela dei consumatori.

In questo primo modello di “cooperazione rafforzata” le autorità di vigilanza competenti sono le autorità negoziali che si coordinano, all'interno dell'ESFS, con le attività di vigilanza micro-prudenziali europee (Autorità bancaria europea, EBA; Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ESMA; Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, EIOPA).

Un secondo modello di integrazione di “supremazia” delle autorità europee è rinvenibile nella circostanza che le autorità micro-prudenziali (viste sopra) possono prendere provvedimenti individuali nei confronti di un'autorità nazionale, laddove ricorrano situazioni di emergenza o per risolvere controversie tra autorità di vigilanza nazionale

(così da assicurare l'uniformità nell'applicazione del diritto europeo). In entrambi i casi, qualora l'autorità nazionale non voglia conformarsi alla decisione, l'autorità europea può adottare un provvedimento nei confronti del singolo istituto finanziario.

Infine, un modello "atipico" deriva dalla circostanza che alle autorità europee sono stati affidati ulteriori e specifici compiti. Per quanto concerne la vigilanza bancaria, all'EBA (Autorità bancaria europea) è affidata la conduzione, in collaborazione con l'ESFS, degli stress test (che sono simulazioni statistiche che mirano a far emergere potenziali criticità e perdite che le banche europee avrebbero in seguito a peggioramenti delle condizioni economiche).

L'SSM (Meccanismo di vigilanza unico) esercita le proprie funzioni di vigilanza sugli "enti creditizi" significativi. Per quanto riguarda la definizione di "enti creditizio", essa si ricava dal diritto europeo, che definisce tali le imprese la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel cedere crediti per proprio conto. La significatività degli enti creditizi è valutata sulla base delle dimensioni, dell'importanza per l'economia dell'unione o di uno Stato membro e della significatività delle attività transfrontaliere. Salvo casi particolari, il criterio della significatività delle banche è definito sulla base di diversi criteri:

- Il valore totale delle attività supera i 30 miliardi euro (soglia dimensionale);
- Il rapporto tra il valore totale delle attività e il prodotto interno lordo dello Stato in cui l'ente è focalizzato è superiore al 20% (soglia dell'importanza economica nazionale);
- La notifica alla BCE, da parte dell'autorità nazionale, sebbene non soddisfi i due precedenti requisiti; in questo caso la BCE potrà decidere di estendere i suoi compiti di vigilanza anche sull'ente segnalato;

- Il valore totale delle attività di un ente transfrontaliero (la cui attività si estendono in più di un altro Stato membro partecipante) è superiore ai 5 miliardi di euro e il rapporto tra le attività transfrontaliere e le attività totali è superiore al 20%, oppure il rapporto tra le passività transfrontaliere e le passività totali è superiore al 20%; in questo caso la BCE potrà decidere di estendere i suoi compiti di vigilanza anche sull'ente transfrontaliero;
- La richiesta, tramite lo Stato membro, della concessione di assistenza finanziaria attraverso il MES;
- Il fatto che la banca sia uno dei tre enti creditizi o gruppi vigilati più significativi in uno Stato membro partecipante; in questo caso la BCE decide di anno in anno se estendere i suoi compiti di vigilanza anche a tali enti.

Gli enti creditizi che non soddisfano nessuno di tali criteri sono considerati “meno significativi” e soggetti alla vigilanza delle autorità nazionali; questo sarà il caso dei gruppi bancari il cui totale delle attività non superi i 5 miliardi di euro o istituti che, seppur rientrando nelle categorie, sono comunque soggetti alle eccezioni di cui agli articoli 70 e seguenti del regolamento del quadro SSM. La vigilanza delle filiali di banche di Stati non partecipanti al SSM spetta alla BCE se si tratta di filiali significative, altrimenti è di competenza delle autorità nazionali.

1.8.1. AUTORIZZAZIONE.

L'articolo 14 del TUB determina le condizioni che occorrono affinché venga rilasciata l'autorizzazione dell'attività bancaria; in special modo l'articolo recita:

1. L'autorizzazione all'attività bancaria è rilasciata quando ricorrano le seguenti condizioni:

a) sia adottata la forma di società per azioni o di società cooperativa per azioni a responsabilità limitata;

a-bis) la sede legale e la direzione generale siano situate nel territorio della Repubblica;

b) il capitale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato dalla Banca d'Italia;

c) venga presentato un programma concernente l'attività iniziale, unitamente all'atto costitutivo, allo statuto, all'indicazione, se del caso, della capogruppo, delle società di partecipazione finanziaria e delle società di partecipazione finanziaria mista appartenenti al gruppo, nonché' alla descrizione dei dispositivi, dei processi e dei meccanismi relativi al governo societario, all'organizzazione amministrativa e contabile, ai controlli interni e ai sistemi di remunerazione e di incentivazione;

d) sussistano i presupposti per il rilascio dell'autorizzazione prevista dall'articolo 19 per i titolari delle partecipazioni ivi indicate ovvero, in assenza di questi ultimi, siano comunicati i nomi dei primi venti azionisti e le relative quote di capitale e di diritti di voto;

e) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei, ai sensi dell'articolo 26;

f) non sussistano, tra la banca o i soggetti del gruppo di appartenenza e altri soggetti, stretti legami che ostacolano l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza.

2. L'autorizzazione è rilasciata dalla BCE, su proposta della Banca d'Italia; e' negata, dalla Banca d'Italia o dalla BCE, quando dalla verifica delle condizioni indicate nel comma 1 non risulti garantita la sana e prudente gestione.

2-bis. (Comma abrogato, a decorrere dal 27 giugno 2015, dall'art. 1, comma 7, lett. c) decreto legislativo 12 maggio 2015 n. 72).

3. Non si può dare corso al procedimento per l'iscrizione nel registro delle imprese se non consti l'autorizzazione del comma 1.

3-bis. La revoca dell'autorizzazione è disposta dalla BCE, sentita la Banca d'Italia o su proposta di questa, quando sussiste una o più delle seguenti condizioni:

a) sono venute meno le condizioni in base alle quali l'autorizzazione è stata rilasciata;

b) l'autorizzazione è stata ottenuta presentando false dichiarazioni;

c) è accertata l'interruzione dell'attività bancaria per un periodo continuativo superiore a sei mesi.

3-ter. La revoca dell'autorizzazione è inoltre disposta dalla BCE, su proposta della Banca d'Italia, nei casi di liquidazione coatta amministrativa ai sensi dell'articolo 80.

4. Lo stabilimento in Italia della prima succursale di una banca di Stato terzo è autorizzato dalla Banca d'Italia, sentito il Ministero degli affari esteri, subordinatamente al rispetto di condizioni corrispondenti a quelle del comma 1, lettere b), c) ed e). L'autorizzazione è rilasciata tenendo anche conto della condizione di reciprocità.

4-bis. La Banca d'Italia emana disposizioni attuative del presente articolo.

Dunque, è compito della BCE, di concerto con la Banca d'Italia, autorizzare l'esercizio dell'attività quando sussistano le richiamate caratteristiche. Inoltre, spetta sempre all'istituto di vigilanza negare tale autorizzazione, nel momento in cui, dalla verifica di tali condizioni, non sia garantita la sana e prudente gestione della banca.

Un ulteriore requisito per l'esercizio dell'attività bancaria deriva da una modifica prodotta dal d.lgs. 659/1996 che ha reso obbligatorio, per lo svolgimento dell'attività bancaria, l'adesione al sistema di garanzia dei depositanti. Lo stesso decreto è derivato direttamente dal recepimento della Direttiva europea 94/19/CE relativa ai sistemi di garanzia deposito.

Tra le principali novità introdotte dal decreto legislativo si ricorda che:

- ❖ La partecipazione al sistema di garanzia dei depositanti rappresenta un obbligo ed è una condizione imprescindibile per l'esercizio dell'attività bancaria;
- ❖ La mancata adesione ad un sistema di garanzia comporta la revoca dell'autorizzazione dell'attività bancaria da parte dell'autorità;

- ❖ Le risorse finanziarie necessarie al perseguimento delle finalità proprie dei sistemi di garanzia sono fornite dalle banche aderenti;
- ❖ Vi è facoltà per i predetti sistemi di prevedere ulteriori casi e forme di intervento (interventi per operazioni di risanamento, cessioni di attività/passività di aziende bancarie in liquidazione coatta ecc.);
- ❖ Sono ammessi al rimborso i crediti relativi ai fondi acquisiti dalle banche con obbligo di restituzione, sotto forma di depositi o sotto altra forma, nonché gli assegni circolari e gli altri titoli di credito assimilabili;
- ❖ Determinazione della soglia minima da rimborsare, dal valore di 20.000 euro;
- ❖ Autorizzazione di poteri regolamentatori e autorizzativi alla Banca d'Italia.

La direttiva UE 2014 n. 49 in ambito di unione bancaria ha uniformato il valore standard della garanzia a 100.000 euro. Questo ha consentito di assicurare un livello di protezione efficace per i piccoli depositari in tutta Europa e di coprirli da comportamenti opportunistici che potrebbero insorgere da aspettative di copertura integrale delle eventuali perdite future.

Per quanto riguarda i requisiti per l'autorizzazione dell'attività bancaria, la Banca d'Italia recentemente ha definito il testo delle nuove disposizioni di vigilanza per la costituzione delle banche. Questa revisione normativa si è concentrata nel rafforzamento delle caratteristiche tecnico-organizzative dei nuovi intermediari bancari, anche attraverso l'innalzamento dei requisiti minimi di capitale. Il livello di capitale iniziale delle banche neocostituite deve essere:

- 10 milioni di euro (precedentemente erano 6,3 milioni di euro) per le banche in forma di società per azioni, per le banche popolari e per le banche di garanzia collettiva;
- 5 milioni di euro (precedentemente erano 2 milioni di euro) per le banche di credito cooperativo.

Per allineare la dotazione patrimoniale alla nuova disciplina, la costituente che ha raccolto un capitale inferiore ai nuovi limiti potrà adottare una delle seguenti procedure:

- ✓ Modifica della clausola statutaria con l'ammontare del capitale, con successivo versamento delle somme necessarie;
- ✓ Versamento dei fondi in riserva dotata di caratteristiche idonee ad assicurarne la computabilità nel patrimonio di base; tali riserve rientrano nel "capitale iniziale" indicato nelle nuove istruzioni sull'autorizzazione all'attività bancaria.

Inoltre, per ottenere l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria gli amministratori della banca devono presentare un programma contenente:

- ❖ Descrizione delle linee di sviluppo dell'operatività: obiettivi di sviluppo delle attività programmate e di strategie funzionali alla loro realizzazione;
- ❖ Previsioni sui profili tecnici e di adeguatezza patrimoniale: tali previsioni riguardano l'andamento del volume delle attività, la struttura dei costi e dei ricavi, il portafoglio dei crediti correlato alla rischiosità media delle aree geografiche/mercati di insediamento, nonché la stima del fabbisogno patrimoniale

a fronte dei rischi sottoposti secondo processi di autovalutazione dell'adeguatezza patrimoniale;

❖ Relazione sul governo societario e sulla struttura organizzativa.

Il programma di attività può supportare soluzioni organizzative che comportano la collaborazione di una banca costituita da parte di altri operatori bancari, eventualmente accompagnate da rapporti partecipativi. Ai fini delle valutazioni di tali attività, la Banca d'Italia valuta il programma di attività in un'ottica di sana e prudente gestione dell'intermediario e può richiedere le modifiche a ciò necessarie. Essa riserva particolare attenzione a che l'iniziativa sia tale da configurare un operatore adeguatamente strutturato sotto il profilo organizzativo e commerciale. L'attività di intermediazione creditizia e mobiliare svolta dalle banche è accompagnata da politiche gestionali che permettono di attenuare i rischi tipici di questo intermediario finanziario.

Per come è stata impostata nella legge bancaria e gestita dall'organo di vigilanza, la vigilanza strutturale ha concorso a creare 4 tipi di barriere istituzionali, che finiscono con l'aver dei riflessi nel prezzo attraverso i quali vengono scambiati i pacchetti azionari di controllo delle aziende di credito costituite sotto forma di società per azioni.

La principale barriera istituzionale nasce dal fatto che l'ingresso nell'attività bancaria è sottoposto ad autorizzazione, che riguarda sia la costituzione di nuove aziende di credito sia l'inizio dell'attività operativa. Infatti, sin dall'origine dell'emanazione della legge bancaria le autorità hanno manifestato un atteggiamento estremamente restrittivo in materia. Il risultato di ciò è che le banche, il cui pacchetto azionario di controllo potrebbe astrattamente formare oggetto di scambio nel mercato, costituiscono da tempo un numero

chiuso e che il sistema si priva di quelle possibilità di fisiologico ricambio e di stimoli concorrenziali che in altri settori di attività economica sono assicurate dall'ingresso di nuovi operatori/imprenditori.

Un altro aspetto concernente le barriere istituzionali, e quindi è in grado di influenzare il prezzo, sono quelle che possono essere definite "barriere di trasformazione", cioè il passaggio da una forma all'altra attraverso la modifica della forma giuridica dell'azienda di credito. Divieti di trasformazione sono stati imposti nell'intento di mantenere un certo equilibrio tra le categorie istituzionali e probabilmente anche una qualche specializzazione operativa tra aziende di credito. Sotto il profilo che qui ci interessa essi hanno impedito di fatto ingressi laterali, per così dire, nel gruppo delle banche popolari e delle banche società per azioni.

Un terzo gruppo di fattori istituzionali rilevanti è costituito dalla disciplina della operatività delle aziende di credito sotto il profilo di autorizzazione all'apertura degli sportelli, che di tale operatività costituiscono sino ad ora di gran lunga il principale strumento, tenuto conto della natura e delle modalità di esplicazione del rapporto banca-cliente. Questo aspetto riguarda in particolare l'autorizzazione da parte dell'autorità che governa il corretto gioco della concorrenza a prevedere queste concentrazioni di istituti di credito. Un esempio per rendere meglio l'idea è che recentemente Banca Intesa ha assorbito UBI, che aveva a sua volta integrato Banca Marche, Banco di Napoli, ecc. Questa operazione è stata sottoposta al parere dell'autorità, che ha autorizzato l'operazione ma ha previsto che, per lasciare inalterata la concorrenza per gli utenti/clienti, alcuni sportelli andassero ad un altro gruppo bancario (gruppo BPER); quindi l'autorità ha svolto un ruolo rilevante, cioè ha posto delle condizioni.

L'attività bancaria, infine, è caratterizzata nel nostro Paese anche da barriere all'uscita; si può dire infatti che le autorità, in mancanza di strumenti diversi ed eventualmente efficaci, ricercano la tutela dei creditori di banche inefficienti, che versano in gravi difficoltà patrimoniali o si trovano addirittura in stato d'insolvenza, attraverso soluzioni "interne" al sistema creditizio tendenti a conservare il tessuto tecnico, organizzativo e di risorse umane delle banche in crisi e in ogni caso a non privare il sistema economico della struttura delle filiali operative che ad esse fa capo.

Il risultato complessivo dei fattori istituzionali sopra richiamati è che il numero delle banche il cui pacchetto di controllo può affluire sul mercato per la negoziazione è piuttosto limitato e tende a contrarsi nel tempo.

Un differente fattore che incide sotto questo aspetto è il legame di dipendenza che viene a crearsi fra banche controllate e banca controllante, che rende meno probabile che il relativo pacchetto di controllo venga posto in vendita. Difficilmente, infatti, un gruppo bancario riterrà conveniente alienare il pacchetto di controllo di un'altra banca a meno che quest'ultima, per la sua dimensione e ubicazione, non svolga di fatto un ruolo marginale nel quadro della struttura del gruppo e delle sue prospettive di crescita di medio-lungo periodo.

Prescindendo da sporadiche operazioni di questo tipo decise da un gruppo bancario in un'ottica di razionalizzazione e di ristrutturazione, l'offerta in vendita del pacchetto azionario di controllo può essere schematicamente riconducibile a tre principali ordini di circostanze:

- Una decisione del tutto autonoma e volontaria del soggetto economico di una banca in normali condizioni patrimoniali e di efficienza economica;
- L'incapacità del soggetto economico di assicurare alla banca controllante le risorse organizzative, tecniche e soprattutto patrimoniali che risultano necessarie ad assicurare l'equilibrato sviluppo, tenuto conto dell'intensità della concorrenza che essa si trova a dover affrontare;
- Il fatto che la banca in questione venga a trovarsi in una situazione di vero e proprio deficit patrimoniale non rimediabile con apporti del soggetto economico e degli altri azionisti della banca stessa.

Si tratta di fattispecie molto diverse tra loro, ma che di certo non esauriscono la gamma delle situazioni e delle motivazioni che possono essere all'origine dell'iniziativa di cedere il pacchetto azionario di controllo di una banca. Ciò che in un certo senso le accomuna è il fatto che l'obiettiva scarsità di aziende di credito suscettibili di compravendita e la presenza delle barriere istituzionali prima citate concorrono a creare in tutti e tre i casi un mercato del venditore e attribuiscono ai detentori dei pacchetti di banche già presenti sul mercato un elemento di valore assimilabile, sul piano logico ed economico, ad una rendita. La forza contrattuale del venditore è naturalmente più alta quando l'impresa bancaria controllata è sana ed efficiente ed egli si trova in una situazione finanziaria e patrimoniale che gli consente di poter scegliere liberamente se e quando cederlo, ma anche negli altri due casi, in cui la banca si trova in difficoltà più o meno gravi ed evidenti, può venirsi a creare un mercato del venditore anche per effetto delle già accennate barriere all'uscita. Infatti, nella misura in cui l'organo di vigilanza persegue l'obiettivo della stabilità del sistema creditizio senza avvalersi sistematicamente degli strumenti che

favoriscono l'uscita del mercato delle unità meno efficienti, esso finisce con l'accordare un certo grado di protezione all'insieme dei detentori di pacchetti bancari e quindi anche al venditore di una banca la cui sopravvivenza sul mercato richiede interventi di ricapitalizzazione più o meno estesi o addirittura un'operazione di risanamento il cui costo si aggiunge al prezzo esplicito corrisposto dal compratore.

Le azioni di acquisto di un pacchetto di controllo fino ad ora analizzate possono riguardare diversi soggetti.

L'acquisto del pacchetto può riguardare anzitutto un operatore che intenda entrare ex novo nell'attività creditizia sia con finalità direttamente imprenditoriali, sia perché intende diversificare il rischio di altre iniziative industriali in cui è impegnato, sia ancora perché intende sfruttare le possibilità d'integrazione che una banca in linea di principio presenta con altri tipi di attività economica e d'intermediazione finanziaria che richiedono un capillare contatto con i risparmiatori e le imprese; viene di fatto pensare all'attività assicurativa. In aggiunta, l'acquisto di una banca da parte di un operatore non bancario potrebbe configurarsi come un'operazione di puro investimento. In questo caso entrano in considerazione, da un lato, il fatto che la profittabilità di un'azienda di credito ha un grado di variabilità assai inferiore rispetto ai molti rami dell'attività economica, dall'altro, data la presenza di elevate barriere all'entrata, l'investitore potrebbe alienare in un tempo successivo il suo investimento con un Mark up per lui soddisfacente. Sotto il punto di vista che ci interessa, possiamo dire che modificando le barriere istituzionali, attivando un canale di accesso normale all'attività bancaria si avrebbe l'effetto di calmierare il prezzo di cessione dei pacchetti esistenti indicandone quello che potrebbe essere definito

il costo di riproduzione o quanto meno eviterebbe che la loro negoziazione abbia luogo sulla base di valutazioni troppo soggettive e che traggono forza dal divieto di entrata.

Un secondo gruppo di acquirenti di pacchetti azionari, di gran lunga più importanti nell'esperienza bancaria italiana degli ultimi anni, è costituito dalle stesse banche.

La decisione di una banca di presentarsi come acquirente del pacchetto di controllo di un'altra banca dovrebbe fondarsi su calcoli di convenienza economica che facciano prevalere questa alternativa di crescita esterna su quella rappresentata dall'apertura di nuovi sportelli che costituirebbe l'alternativa interna, molto più lenta. Queste due alternative permetterebbero di attuare gli stessi obiettivi:

- Penetrazione di nuovi mercati e ampliamento della competenza territoriale;
- Aumento e stabilizzazione della raccolta di capitale;
- Diversificazione di rischi dell'attività d'impiego;
- Più intenso sfruttamento delle strutture organizzative e delle specializzazioni operative della banca e via dicendo.

Va precisato che questi calcoli di convenienza economica sono resi estremamente difficili, e al limite poco attendibili, dal fatto che le due alternative di sviluppo non sono perfettamente comparabili tra loro e soprattutto dal fatto che le decisioni relative all'una o all'altra decisione devono essere assunte dalla banca in ben diverse condizioni di certezza.

Con riferimento alla prima alternativa (crescita esterna) va ricordato che la banca da acquisire presenta i vantaggi ma anche i limiti tipici di un organismo funzionante. Da un lato, gli sportelli sono già pienamente operativi, ma se risultano ridondanti o in parte ubicati in località diverse rispetto a quelle che la banca avrebbe direttamente scelto nel quadro della propria politica di sviluppo, i vincoli al loro trasferimento o alla loro chiusura possono rendere subottimale la rete territoriale cui la banca perviene con l'acquisizione. Dall'altro lato, il vantaggio di disporre immediatamente di risorse umane e organizzative specializzate può essere abbattuto dalla necessità di non meno pregiate energie manageriali per superare gli inevitabili fattori d'inerzia che sussistono nella banca acquisita e assicurare il pieno coordinamento della sua attività con la strategia che la controllante intende seguire.

Un ulteriore aspetto da considerare è che quando l'acquirente è una banca, lo svolgimento della trattativa e il passaggio del pacchetto di controllo avvengono, come noto, sotto il pieno controllo della Banca d'Italia, che si avvale sia di poteri formali derivanti dalla normativa sulle partecipazioni, sia dei più ampi poteri di moral suasion riconducibili alla sua posizione complessiva nell'ordinamento creditizio. Nel momento in cui decide di proporsi come acquirente di un pacchetto di controllo, la banca deve preavvertire la Banca d'Italia e offrire alla stessa alcuni principali elementi conoscitivi, come:

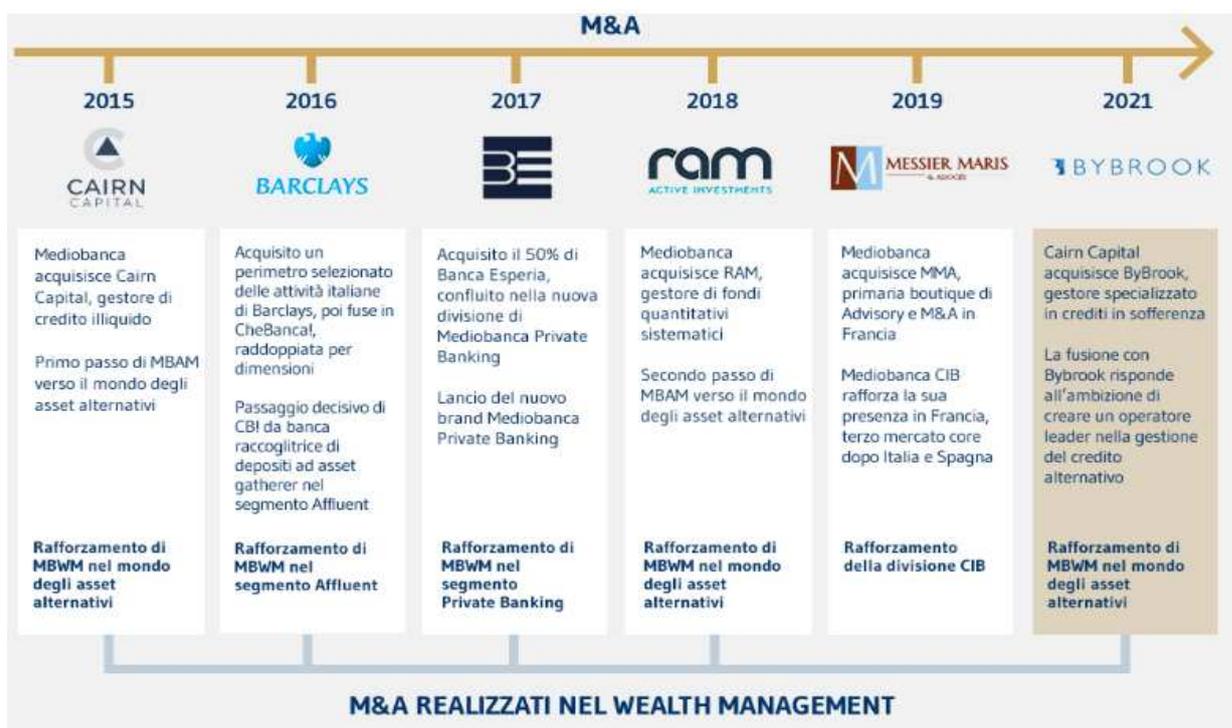
- I. Le principali caratteristiche dell'operazione di acquisto di una partecipazione qualificata;
- II. Identificazione delle principali caratteristiche e altre informazioni relative ai candidati acquirenti (persona fisica oppure persona giuridica);

- III. La solidità finanziaria dei principali acquirenti e della complessiva operazione della partecipazione qualificata, nonché la capacità dell'impresa target di rispettare le disposizioni che ne regolano l'attività e la capacità della struttura dell'eventuale gruppo a cui i candidati acquirenti appartengono di consentire l'esercizio efficace della vigilanza sull'impresa target;
- IV. Il rispetto della normativa antiriciclaggio o di contrasto al finanziamento del terrorismo nell'ambito delle operazioni di acquisizione di una partecipazione qualificata;
- V. Le informazioni aggiuntive da fornire per i casi in cui l'acquisto comporti: l'esercizio di un'influenza notevole, oppure una partecipazione superiore al 20% ma inferiore al 50% del capitale o dei diritti di voto. Una partecipazione superiore al 50% del capitale o diritti di voto o, comunque, il controllo sull'impresa target;
- VI. Le informazioni aggiuntive riguardanti operazioni condotte attraverso soggetti particolari, ossia da trasmettere nel caso in cui l'acquisto della partecipazione qualificata avvenga da parte o per il tramite di un trust, un fondo sovrano oppure un fondo di investimento alternativo.
- VII. Le informazioni ridotte che, in coerenza col principio di proporzionalità, possono essere trasmesse nel caso in cui il candidato acquirente sia un soggetto autorizzato e sottoposto a vigilanza dell'UE ai sensi della normativa del settore finanziario.

CAPITOLO 2.

INTRODUZIONE.

La comprensione della “Teoria Additiva”, utile per spiegare la composizione del capitale economico, inizia ponendosi nelle vesti dell’acquirente-impresa. Questo soggetto, soprattutto grazie alla lungimiranza dei dirigenti, riesce ad avere visione futura dei vantaggi competitivi che da questa acquisizione possono derivare, una conferma di questo meccanismo è data dai piani strategici che hanno gli istituti di credito nella realtà. In particolare, prendendo il piano strategico di Medio-banca dal 2015 al 2021 (figura sottostante) è facile rintracciare l’enorme mole di vantaggi derivanti da tutte queste acquisizioni strategiche, che hanno come fine ultimo quello di penetrare nuovi segmenti di attività.



Fonte: *MedioBanca.com WEB SITE.*

Questo aspetto “soggettivo” della valutazione può portare ad un giudizio non conforme ai tradizionali schemi di valutazione, mettendo in primo piano delle caratteristiche vantaggiose che una banca può assumere. Il punto di partenza per determinare i vantaggi competitivi è l’analisi della formula imprenditoriale, la quale rappresenta forse il filo conduttore da seguire per tutto il tempo dal perito. Nella seconda parte del capitolo vedremo come la valutazione della rischiosità e redditività di una banca costituiscano un passaggio intermedio essenziale nel processo che conduce alla stima del valore economico della banca stessa e come questa valutazione sia percorribile attraverso le valutazioni già presenti nel mercato, utili al valutatore per spiegare meglio il proprio lavoro.

2.1. INTRODUZIONE ALLE TEORIA ADDITIVA.

La determinazione del capitale economico di norma soggiace all'ottica valutativa propria dell'investitore-risparmiatore, il quale cerca nell'investimento in capitale d'impresa una forma di impiego del suo patrimonio che si pone in alternativa con molteplici altre forme di investimento redditizio. In questo campo, l'impresa viene valutata nella sua consistenza patrimoniale e nella sua capacità di produrre ricchezza in quanto autonoma fonte di flussi di reddito futuri.

Vi sono tuttavia casi in cui la valutazione del capitale economico appare dominata da una differente ottica valutativa e più precisamente da quella di un acquirente-impresa, il quale è indotto all'acquisto non solo e non tanto per disporre di un'autonoma fonte di reddito, quanto piuttosto per realizzare certe potenzialità strategiche derivanti dall'inserimento dell'impresa acquisita nella sua economia. Il prevalere di questa seconda ottica valutativa si verifica nei casi di imprese richieste dal mercato in forza di fattori scarsi, non riproducibili se non a costi e tempi non convenienti.

Sul piano delle determinanti del capitale economico, nel primo caso (investitore-risparmiatore), esse possono essere individuate nella consistenza patrimoniale analiticamente valutata e nei redditi futuri attualizzati dell'impresa autonomamente considerata, senza tralasciare il fatto che possono esserci ulteriori metodologie valutative come, ad esempio, metodi finanziari, misti o comparativi. Nel secondo caso, invece, accanto alla consistenza patrimoniale e reddituale e agli altri metodi, trovano considerazione i benefici addizionali netti ottenibili dal compratore grazie ad una gestione sinergica dell'impresa acquisita rispetto alla situazione in cui si troverebbe nel caso non procedesse all'acquisizione. Nei casi in cui prevale l'ottica dell'acquirente-impresa, la

rilevanza economica dei fattori non riproducibili può persino essere talmente elevata da dar luogo al calcolo di un avviamento positivo, pur in presenza di una redditività del tutto insoddisfacente dell'impresa in sé considerata.

La valutazione del capitale economico di una banca è uno dei tipici casi in cui prevale l'ottica dell'acquirente-impresa, in particolare l'ottica di acquirente-impresa bancaria. Infatti, le banche presentano sempre dei fattori scarsi e non riproducibili la cui valorizzazione può essere massimizzata solo ad opera di altre banche che, grazie ad essi, riescono ad accrescere la propria operatività o la propria dimensione e, allo stesso tempo, impedire il conseguimento di analoghi vantaggi ad eventuali concorrenti. Senza dubbio, la presenza di una banca su un dato territorio e in certe fasce di clientela costituisce il fattore non riproducibile per eccellenza che motiva l'acquirente-banca e che solo un acquirente banca è in condizioni di valorizzare al massimo grado, conseguendo una più estesa o profonda dominanza su certi mercati e una maggiore stabilità economica e finanziaria. Tutto questo è avvalorato dal fatto che il mercato dei capitali bancari nel nostro Paese è sempre più dominato da compratori banche, che possono a ciò destinare ingenti risorse finanziarie grazie alla loro capacità di moltiplicare l'indebitamento, di produrre cash flow e di attingere capitali di rischio nel mercato finanziario.

Da questa prima analisi, discende che le determinanti del capitale economico, sul piano concettuale, possono essere individuate nella consistenza economica e nei benefici addizionali netti conseguibili da un generico acquirente-banca. Sul terreno di una metodologia valutativa concretamente applicabile, i benefici in esame non sono quantificabili se non in via di larga approssimazione, sulla base di una distinta considerazione dei fattori di appetibilità strategica (i quali motivano il compratore

all'acquisizione indipendentemente dai livelli di redditività della banca acquisita in sé considerata e che quindi hanno valore anche in presenza di redditi negativi), dei costi di conversione che è necessario sostenere per realizzare gli obiettivi dell'acquisizione e dei flussi di reddito differenziali della banca acquisita in sé considerata rispetto ad una misura giudicabile soddisfacente.

È chiaro che i flussi di reddito differenziali sono una componente dei benefici addizionali netti solo in quanto si ammette che essi non si dissolvono per effetto dell'integrazione nell'economia compratrice. Questo potrebbe corrispondere al vero, in quanto se essi sono negativi, alle disfunzionalità occorre comunque porre rimedio al fine di conseguire un equilibrio economico e ciò significa impegno aggiuntivo di risorse. Se invece essi sono positivi, sarebbe irrazionale una visione strategica della nuova banca risultante dall'acquisizione (o fusione) che, invece di costruire sui successi realizzati, ne minasse le basi in vista d'ipotetiche sinergie.

Il fatto di aver individuato nei fattori di appetibilità strategica, nei costi di conversione e nei maggiori o minori redditi della banca rispetto a un livello normale le determinanti del capitale economico non conclude il nostro lavoro, ma significa aver predisposto delle categorie logiche che ci permettono di dare significato ai valori di avviamento che possono entrare in gioco nella valutazione, soprattutto in quella con criteri patrimoniali.

Una corretta identificazione e valutazione delle determinanti del valore del capitale economico della banca non può prescindere dalla conoscenza della "formula imprenditoriale" sottostante alla gestione della banca considerata. Per formula imprenditoriale s'intende, in breve, il profilo aziendale in termini di prodotti, clienti,

tecnologie, nonché di strutture e risorse produttive, il tutto in un contesto ambientale storicamente determinato.

In via iniziale è importante affermare che l'analisi della formula imprenditoriale costituisce il filo conduttore della valutazione, dato che quest'ultima consiste propriamente in una ponderata attribuzione di valore a una realtà poliedrica e complessa e soprattutto sistematica quale è appunto l'azienda. Infatti, la soggettività delle singole valutazioni che concorrono a formare il valore dell'azienda è correttamente temperata dalla conoscenza della formula imprenditoriale che caratterizza le combinazioni economiche e produttive della specifica azienda considerata, in modo distintivo rispetto ad altre aziende dello stesso settore e della stessa dimensione. In altri termini, la valutazione del capitale economico è il momento terminale di un processo di apprendimento della situazione dell'azienda relativamente al suo ambiente competitivo.

L'analisi della formula imprenditoriale evidenzia i fondamenti del valore della banca. Infatti, la conoscenza della formula imprenditoriale consente di limitare l'incertezza che spesso caratterizza la valutazione analitica della consistenza patrimoniale o capitale netto della banca. Similmente, la conoscenza della formula imprenditoriale si rivela come elemento di giudizio insostituibile nel valutare le redditività prospettica della banca, evidenziando i fattori di aleatorietà e stabilità del flusso di reddito futuro, in rapporto a determinate ipotesi di cambiamento dello scenario ambientale e dei rapporti concorrenziali.

Infine, la conoscenza della formula imprenditoriale è essenziale per apprezzare il profilo dell'appetibilità strategica della banca nell'ottica dei potenziali acquirenti-banca. Infatti, questi sono motivati a competere nell'acquisto dalla considerazione della possibilità di

realizzare un vantaggio netto incrementale mediante l'integrazione, totale o parziale, più o meno estesa, dalla formula imprenditoriale della banca acquisita nella propria.

La banca acquisita quindi è tanto più appetibile quanto più ricca di potenzialità per i possibili acquirenti e la sua formula imprenditoriale e le sue potenzialità sono tanto maggiori quanto più numerosi sono i punti di eccellenza che la contraddistinguono. Una formula imprenditoriale con un'identità particolarmente distintiva può essere fattrice di apprezzamento negativo solo nell'ottica di un acquirente mosso dall'esclusivo intento di espandere la propria capacità operativa eliminando i caratteri distintivi della banca acquisita.

2.2. LA FORMULA IMPREDITORIALE.

L'analisi del bilancio è generalmente utilizzata per valutare la situazione economica, finanziaria e patrimoniale di un'impresa, ma i documenti che compongono il bilancio della banca contengono anche una serie di dati e informazioni in grado di fornire una rappresentazione delle scelte strategiche e organizzative da cui si può desumere la formula imprenditoriale. Posto che la banca è un'impresa diversificata, cioè multi-business e questo lo abbiamo già visto nel primo capitolo, è allora possibile analizzare:

- a) Quante e quali aree di business compongono il portafoglio di attività della banca (ampiezza e diversificazione) e il relativo grado di correlazione (intensità della diversificazione). Particolare importanza, in questo caso, assume l'eventuale combinazione tra attività bancarie e assicurativa;
- b) La dimensione relativa delle aree di business, allo scopo di evidenziare un'eventuale attività prevalente (diversificazione con business dominante);
- c) La struttura organizzativa per l'attuazione della strategia di diversificazione; considerando che il gruppo rappresenta il modello prevalente del settore bancario e finanziario, assumono particolare rilevanza la natura della capogruppo, la struttura societaria e il modello organizzativo adottato.

Le informazioni sulla strategia e sulla struttura organizzativa possono essere ricavate innanzitutto dalla Relazione sulla gestione. Tale documento deve infatti illustrare la situazione dell'impresa, l'andamento economico della gestione nel suo complesso e nei vari settori in cui ha operato e l'evoluzione prevedibile della gestione. Inoltre, deve indicare i principali fattori e le condizioni che incidono sulla redditività, compresi i

cambiamenti del contesto ambientale nel quale l'impresa opera, le iniziative intraprese a fronte di cambiamenti, i relativi risultati e le politiche d'investimento adottate per mantenere e migliorare i risultati economici (Banca d'Italia, Circolare 262/2005, Cap. 2, par. 8). Le scelte strategiche e organizzative e i cambiamenti in corso o programmati del portafoglio di attività per tenere conto dello scenario competitivo fanno quindi parte delle informazioni da includere nella Relazione sulla gestione.

Per quanto riguarda l'analisi delle aree di business e della struttura organizzativa, particolarmente rilievo assume l'informativa di settore, integrata, se necessario, con ulteriori dati tratti dallo Stato patrimoniale, nel Conto economico e nella Nota integrativa. L'informativa di settore è importante perché deve essere predisposta sulla base di rendicontazioni interne utilizzate dal management per assumere decisioni sull'allocazione delle risorse ai diversi settori e per l'analisi dei risultati. In questo modo i settori oggetto di informativa non sono definiti secondo parametri prestabiliti (area di attività, area geografica, segmento di clientela), ma devono riflettere la composizione del portafoglio di business e la struttura organizzativa dell'impresa. Tale corrispondenza non è compromessa da alcun limite quantitativo, poiché i settori operativi che non rispettano le soglie previste dai Principi contabili internazionali possono essere comunque oggetto di informativa separata qualora le informazioni relative al settore siano ritenute utili per gli utilizzatori del bilancio. Peraltro, va rilevato che le informazioni sulle strategie e sulla struttura organizzativa non sono oggetto di specifiche prescrizioni normative, per cui la loro collocazione all'interno dei documenti contabili e il grado di approfondimento sono di fatto demandati alla discrezionalità del redattore del bilancio. Per queste ragioni si è scelto di affrontare questo tema attraverso l'analisi dei bilanci consolidati relativi all'esercizio 2011 di tre entità appartenenti a diverse tipologie di gruppi: Unicredit

(gruppo bancario), Carige (conglomerato finanziario con attività bancaria prevalente) e Mediolanum (conglomerato finanziario con attività assicurativa prevalente).

2.2.1. L'AMPIEZZA E L'INTENSITÀ DELLA DIVERSIFICAZIONE.

La Relazione sulla gestione e l'informativa di settore rappresentano i principali documenti per conoscere le aree di business che compongono il portafoglio di attività dei gruppi oggetto di indagine e quindi utili nel determinare la formula imprenditoriale.

Le aree di business di Unicredit sono definite utilizzando e combinando le seguenti variabili: segmento di clientela, area geografica e attività. All'area Family & Small Medium Enterprise (F&SME), composta da cinque settori di attività (Networks Italy, Germany, Austria, Poland e Factories), si aggiungono i settori Corporate & Investment Banking (CIB), Private Banking, Asset Management, Central Eastern Europe (CEE). È inoltre individuata un'area (Global Banking Services) che comprende le attività di supporto all'operatività del gruppo. La Relazione sulla gestione fornisce, per ogni settore di attività, informazioni sui risultati economici, sui principali aggregati patrimoniali, sui segmenti di clientela serviti, sui prodotti offerti, sui canali distributivi utilizzati e sulle società del gruppo di pertinenza.

Il modello di business di Carige, illustrato nell'informativa di settore (Nota integrativa), utilizza la dimensione territoriale, su cui si basa l'organizzazione della rete di vendita, e quella dei segmenti di clientela, per i quali sono previste strategie di marketing mirate. I settori operativi sono definiti secondo i criteri geografico (Liguria, Extra Liguria) e dell'attività (altri settori operativi); per ogni settore sono disponibili informazioni sui

risultati economici e su alcuni aggregati patrimoniali. I dati economici e patrimoniali sono poi analizzati per segmento (Private, Affluent, Corporate, Retail).

L'informativa di settore di Mediolanum (Nota integrativa) definisce i segmenti operativi del mercato italiano in base all'attività (Life, Banking, Asset Management, Others), l'operatività all'estero è invece suddivisa applicando il criterio geografico (Germania, Spagna). Per ogni area di attività sono disponibili un Conto economico e le principali voci dell'attivo e del passivo. L'intensità della diversificazione, infine, può essere apprezzata analizzando il grado di correlazione fra le aree di business; in particolare, si riconosce una correlazione debole, e quindi una diversificazione forte, fra attività bancaria e attività assicurativa poiché, pur rivolgendosi agli stessi segmenti di clientela, si caratterizzano per combinazioni prodotto/processi produttivi diverse.

Con riferimento ai gruppi esaminati, va rilevato che la combinazione banking/insurance è sempre presente nel portafoglio di attività, anche se l'attività assicurativa ha una funzione e un peso diverso.

Aree di Business e attività

Unicredit	Carige	Mediolanum
Family & Small Medium Enterprises: <ul style="list-style-type: none"> • Network Italy • Network Germany 	Liguria Entra Liguria Altri settori operativi: <ul style="list-style-type: none"> • Asset Management 	Italia: <ul style="list-style-type: none"> • Life • Banking • Asset Management

<ul style="list-style-type: none"> • Network Austria • Network Poland • Network Factories <p>Corporate & investment Banking</p> <p>Private Banking</p> <p>Asset Management</p> <p>Central Eastern Europe</p> <p>Global Banking Services</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Assicurazioni • Attività Finanziarie e strumentali 	<ul style="list-style-type: none"> • Other <p>Germania</p> <p>Spagna</p>
--	---	---

FIGURA 1. Fonte: *il bilancio delle banche di Michele Rutigliano*.

2.2.2. DIVERSIFICAZIONE CON BUSINESS DOMINANTE.

Una volta individuate le aree di business è opportuno verificare se l'impresa, pur in presenza di una strategia di diversificazione, si caratterizza comunque per un'attività prevalente, che distingue una formula da un'altra. A tale scopo le diverse aree devono essere analizzate sotto il profilo quantitativo, utilizzando i dati contenuti nella Relazione sulla gestione e nell'informativa di settore, eventualmente integrati con i dati di Stato patrimoniale, Conto economico e Nota integrativa.

Per accertare l'eventuale presenza di un'area di business dominante è necessario stabilire quali sono i dati in grado di misurare la dimensione delle diverse attività. Mentre nelle entità non finanziarie ogni attività può essere "pesata" considerando il fatturato o il volume di produzione, nel caso degli intermediari finanziari diversificati tali variabili non sono utilizzabili, poiché il Conto economico nel settore bancario è a "valori differenziali"

e non ha “valori integrali”. Ciò significa che il volume d'affari dell'attività bancaria non può essere misurato attraverso gli interessi attivi, che non costituiscono i ricavi primi, ma lordi; per quanto riguarda, invece, le attività di asset management e assicurativa, il fatturato è correttamente rappresentato nel Conto economico dalle commissioni attive e dai premi. È allora opportuno utilizzare a fini comparativi alcuni dati patrimoniali, come il totale dell'attivo o della raccolta per l'attività bancaria, il patrimonio gestito per l'asset management e le riserve tecniche per l'attività assicurativa. Peraltro, la rilevanza di un'area di business non dipende solo dalla sua dimensione, ma anche dal contributo al risultato economico complessivo: tale contributo può essere valutato attraverso l'analisi dell'utile o del risultato netto della gestione per settore di attività.

Con riferimento ai tre gruppi considerati, i dati economici e patrimoniali disponibili evidenziano situazioni diverse.

L'informativa di settore di Unicredit consente di misurare la dimensione e il contributo economico delle diverse attività di business. A tale scopo sono stati utilizzati i dati relativi all'attivo ponderato per il rischio e all'utile lordo dell'operatività corrente; per l'asset management è stata anche calcolata l'incidenza del patrimonio gestito sull'attivo ponderato totale. L'informativa di settore contiene anche i dati patrimoniali (attivo) ed economici (margine di intermediazione) riclassificati per area geografica, che consentono di classificare il grado di internazionalizzazione del gruppo.

Unicredit: incidenza delle aree di business

	F&SME	CIB	PRIVATE BANKING	ASSET MANAGEMENT	CEE
Attivo ponderato	32,8%	46,1%	1,0%	0,4%	19,7%
Utile lordo	24,8%	41,3%	5,0%	4,9%	24,0%
Patrimonio gestito	/	/	/	39,3%	/

Tabella 1

Per quanto riguarda la dimensione e il contributo economico dell'attività assicurativa, l'informativa di settore non fornisce alcun dato utile, poiché non esiste uno specifico settore di attività, allora è necessario utilizzare alcuni dati di stato patrimoniale e di conto economico. In particolare, calcolando i rapporti fra riserve tecniche (voce 130 del passivo) e raccolta totale (debiti verso clientela-voce 20 del passivo, più riserve tecniche) e fra risultato netto della gestione assicurativa (premi netti più saldo altri proventi/oneri della gestione assicurativa-voci 150 e 160 del Conto economico) e risultato netto della gestione finanziaria e assicurativa (voce 170) si ottengono valori prossimi allo 0,1%. I dati di Unicredit confermano la definizione di "banca commerciale europea", più volte riportata nel bilancio così come nella lettera dell'Amministratore delegato agli azionisti; l'insieme delle aree di business riconducibili all'attività bancaria tradizionale costituisce il business principale del gruppo, con prevalenza dell'attività estera rispetto a quella domestica.

Unicredit: Grado di internalizzazione

	ITALIA	ESTERO
Attivo	41,7%	58,3%
Margine di intermediazione	37,9%	62,1%

Tabella 2

Per misurare la dimensione e il contributo economico delle diverse aree di business di Carige sono stati utilizzati i dati relativi alle attività finanziarie intermedie e all'utile corrente, indicati nell'informativa di settore (tabella 3).

Carige: incidenza delle aree di business

	LIGURIA	EXTRA LIGURIA	ALTRI SETTORI
Attività finanziate intermedie	40,9%	33,6%	25,5%
Utile corrente	68,7%	30,7%	0,6%

Tabella 3

La disponibilità dei dati riferiti ai segmenti di clientela consente inoltre di determinare il loro contributo al risultato economico del gruppo, calcolando la quota di utile corrente sull'utile totale di bilancio, come si può vedere dalla tabella sottostante (Tabella 4).

Carige: contributo economico dei segmenti di clientela.

	Private e Affluent	Corporate	Retail
Utile corrente	24,3%	40,0%	30,5%

Tabella 4

Come per Unicredit, l’informativa di settore non evidenzia i dati sull’attività assicurativa, compresa negli altri settori operativi, considerando i dati di Stato patrimoniale e di Conto economico, le riserve tecniche sono pari al 20,5% della raccolta totale (debiti verso clientela più riserve tecniche), mentre il rapporto fra risultato netto della gestione assicurativa e risultato netto della gestione finanziaria e assicurativa è negativo (-2,5%). Anche in Carige l’attività bancaria rappresenta il business dominante, ma la dimensione dell’attività assicurativa è comunque significativa; ciò è coerente con la mission del gruppo (consolidamento del ruolo di conglomerato bancario, finanziario, previdenziale e assicurativo nazionale) e con l’appartenenza ai conglomerati finanziari con attività bancaria prevalente.

Per misurare la dimensione delle diverse aree di business di Mediolanum sono stati utilizzati i dati relativi alle attività totali, contenute nello Stato patrimoniale, per settore di attività; peraltro, tale documento distingue solo fra attività assicurativa (Gestione vita)

e altre attività finanziarie (Settore finanziario). Per quanto riguarda il contributo economico, il riferimento è all'utile lordo prima delle imposte, indicato nell'informativa di settore; in questo caso è disponibile il dettaglio per area di business (tabella 5).

I dati evidenziano una situazione più equilibrata rispetto agli altri gruppi: l'attività assicurativa è prevalente ma non dominante in termini dimensionali e dai dati economici risulta che il principale contributo all'utile lordo deriva dall'attivo di asset management; Mediolanum persegue una strategia di diversificazione bilanciata, con l'obiettivo di proporre alla clientela un'offerta integrata di servizi assicurativi, bancari e di gestione del risparmio; in questo caso, la definizione di conglomerato finanziario non assume rilevanza solo ai fini di vigilanza, ma indica un'entità che, per la combinazione delle attività svolte, si configura come intermediario "diverso" da una banca e da un'impresa di assicurazione.

Mediolanum: incidenza dei settori di attività e delle aree di business

	Gestione vita	Settore finanziario
Attività	55,4%	44,6%

	Life	Banking	Asset management	Other	Estero
Utile lordo	66,6%	-49,4%	147,0%	-55,2%	-9,0%

Tabella 5

2.2.3. LA STRUTTURA ORGANIZZATIVA.

Il gruppo, come noto, è il modello prevalente per attuare strategie di crescita e di diversificazione nel settore finanziario; in particolare, ad avvalorare questo, la combinazione Banking/Insurance può essere realizzata, per motivi regolamentari, solo attraverso la costituzione di un gruppo. Tale gruppo può assumere la configurazione giuridica di gruppo bancario, gruppo assicurativo o conglomerato finanziario.

La struttura organizzativa, la quale distingue una formula imprenditoriale da un'altra, dell'intermediario che adotta il modello del gruppo può essere descritta analizzando la natura della capogruppo, la struttura societaria e il modello organizzativo adottato. Il ruolo di capogruppo può essere esercitato da un'entità non impegnata in attività operative, che detiene le partecipazioni di controllo e si dedica alla gestione strategica del gruppo (holding pura), oppure da un'entità che svolge anche attività operativa (holding mista). La natura della capogruppo può dipendere dal processo di creazione e di sviluppo del gruppo, ad esempio una banca che nel tempo acquisisce il controllo di altre entità, oppure da un intervento di riorganizzazione della struttura societaria, cioè quando la banca capogruppo costituisce una holding cui trasferisce le partecipazioni di controllo e gestione strategica del gruppo. La struttura societaria può essere analizzata osservando la composizione e l'articolazione del gruppo, evidenziando l'eventuale presenza di sub holding e sottogruppi ai fini di vigilanza, come il gruppo bancario, oppure operanti in determinate aree geografiche o attività.

Per quanto riguarda il modello organizzativo, in generale le imprese grandi e diversificate tendono ad adottare il modello divisionale, vale a dire che ad ogni area di business corrisponde una divisione detta "business unit", che dipende gerarchicamente dalla

capogruppo e coordina le attività svolte da un sottogruppo di controllate. Per conciliare l'efficacia nell'interazione con il mercato del modello dimensionale, da un lato, con l'efficienza nella gestione delle risorse del modello funzionale, dall'altro, alcune attività di produzione e di servizio sono accentrate, così come, anche per motivi regolamentari, sono gestite a livello centrale le attività di controllo interno e risk management.

Le informazioni sulla capogruppo e sulla struttura societaria di Unicredit sono riportate nella Nota integrativa. Il gruppo è composto dalla capogruppo (Banca) e da 759 controllate, di cui solo 58 con sede in Italia, a conferma della dimensione internazionale raggiunta. L'insieme delle banche, delle società finanziarie e delle imprese strumentali forma un gruppo bancario, composto dalla stessa capogruppo e da 322 controllate; all'interno del gruppo, rilevante per la relazione del bilancio consolidato, è presente quindi un sottogruppo, il gruppo bancario, rilevante ai fini di vigilanza. Per quanto riguarda il modello organizzativo, l'esame della Relazione sulla gestione e dell'informativa di settore evidenzia la relazione fra strategia e struttura: a ogni area di business corrisponde una divisione, cui si aggiunge il Group Corporate Center, che include l'area Global Banking Services e il Corporate Center. Le divisioni sono definite e organizzate per area geografica, attività e segmento di clientela; in particolare:

- Le divisioni Family&Small Medium Enterprises e Corporate&Investment Banking presidiano specifici segmenti di clientela e sono organizzate per area geografica (networks) e per attività (product lines);
- La divisione Private Banking si rivolge ad uno specifico segmento ed è organizzata per area geografica;

- La divisione Asset Management è specializzata per attività e opera attraverso un sottogruppo controllato da una sub holding;
- La divisione Central Eastern Europe gestisce l'attività svolta dal gruppo nei diciotto Paesi dell'Europa centro-orientale in cui è presente.

Business Unit	Area Geografica	Attività	Segmenti
Family & Small Medium Enterprise	Network italy Network Germany Network Austria Network Poland	Network Factories: Asset Gathering, Consumer Finance, Factoring, Leasing	Mass market Personal Banking Small Business Medium Enterprise
Corporate&investing Banking	Network italy Network Germany Network Austria Network Poland	Financing & Advisory Markets Global Transiction Banking	Corporate institutional
Private Banking	Italia, Germania, Austria, Lussemburgo, Polonia.		Private
Asset management		Pioneer Global A.M spa	

Central Eastern Europe	18 paesi dell'Europa centro-orientale		
Group Corporate Center		Global Banking Services Corporate Centre	

Immagine 1.

La maggiore articolazione delle prime due divisioni, che insieme realizzano i due terzi dell'utile lordo del gruppo (tabella 1), conferma la centralità dell'attività bancaria tradizionale e l'obiettivo di rafforzare il ruolo di banca commerciale europea.

Le informazioni sulla capogruppo e sulla struttura societaria di Carige sono presentate in un paragrafo introduttivo del bilancio consolidato e nella Nota integrativa. Il conglomerato finanziario è formato dalla capogruppo (banca), da un sottogruppo bancario (14 controllate) e da un sottogruppo assicurativo. Per quanto riguarda il modello assicurativo adottato (tabella 3), nell'informativa di settore si afferma che il modello di business è basato su due dimensioni, quella territoriale e quella dei segmenti di clientela; inoltre, i settori operativi sono definiti per area geografica e per attività. L'operatività è quindi svolta attraverso la presenza nel territorio delle banche del gruppo, supportate, per l'offerta di servizi assicurativi, di investimento e di credito per i consumatori, da entità specializzate. La rilevanza organizzativa della variabile segmento è evidenziata nella Relazione sulla gestione, che descrive un sistema di canali distributivi orientato alla gestione personalizzata delle relazioni con la clientela attraverso la creazione di una rete di consulenti specializzati per segmento (Private, Corporate, Small Business, Affluent). Con riferimento, infine, alla gestione accentrata delle attività di direzione e controllo, la struttura organizzativa prevede un Corporate Center, i cui costi sono imputati, nell'informativa di settore, agli altri settori operativi.

Le informazioni sulla capogruppo e sulla struttura societaria di Mediolanum sono contenute nell'introduzione al bilancio consolidato e nella Nota integrativa. Il conglomerato finanziario è composto dalla capogruppo (holding), da un sottogruppo bancario (subholding banca e dieci controllate) e da quattro controllate dirette, fra cui due imprese di assicurazioni operanti nei comparti vita e danni. Il modello organizzativo, anche in questo caso, può essere descritto utilizzando l'informativa di settore, che è coerente, per la determinazione dei settori operativi, con il sistema direzionale del gruppo (tabella 5). Con riferimento al mercato principale, quello domestico, la produzione è divisionalizzata per area di attività, mentre per operatività all'estero si applica il criterio geografico; per quanto riguarda la distribuzione, l'offerta integrata di servizi assicurativi, bancari e di investimento si realizza attraverso una rete di promotori finanziari (Family Banker). Infine, il bilancio non contiene alcuna informazione sull'esistenza di un Corporate Center per la gestione accentrata delle attività di servizio e di supporto al gruppo; l'unico riferimento è alle funzioni di controllo interno di risk management, che sono gestite dalla capogruppo, come indicato nella Nota integrativa.

2.3. DETERMINANTI DEL CAPITALE ECONOMICO.

Sulla visione della conoscenza della banca maturata attraverso l'analisi della sua formula imprenditoriale, si può procedere nelle valutazioni delle singole determinanti del capitale economico secondo questa impostazione che, come si è visto, sono la consistenza patrimoniale, i fattori di appetibilità strategica, i costi di conversione e i flussi di reddito differenziali. Si procede attraverso un processo di tipo additivo, gli addendi che ne costituiscono il contenuto sono:

- Il Capitale Netto di Valutazione Analitica (CNVA), che esprime la consistenza patrimoniale;
- Il valore attuale dei flussi di reddito differenziali ($\Delta R/i$), che esprime la minore o maggiore capacità prospettica di reddito della banca rispetto ad un opportuno parametro di riferimento;
- La componente di avviamento, ottenuta applicando ai depositi di clientela ordinaria (D) una percentuale pari a quella media rilevabile dalle negoziazioni effettive (PND; percentuale normalizzata sui depositi) rettificata per tenere conto degli eventuali fattori di appetibilità strategica o costi di conversione che siano di non comune rilevanza e perciò tali da giustificare un certo scostamento da PND (DASN, che sta per “differenziale di appetibilità strategica al netto dei costi di conversione”).

In sintesi, la formula del calcolo del capitale economico di una banca, secondo questo approccio teorico, può essere così rappresentata:

$$CE = CNVA + (PND \pm DASN) * D + (\Delta R/i) \quad [1]$$

Vale la pena sottolineare che ciò che motiva l'acquirente-banca è riflesso essenzialmente nel valore del secondo addendo, anche se gli altri due addendi sono innegabili valori del Capitale Economico. Infatti, se, a titolo esemplativo, per effetto di una sovradotazione di immobili o di una politica di elevata capitalizzazione, ma anche il possesso di titoli, il CNVA è particolarmente elevato, nessun dubbio che questo debba essere pagato, sebbene non ricercato dal compratore. Come pure, se c'è una differenziazione di reddito, il suo valore attualizzato non può non ripercuotersi sul CE, ancorché non sia la redditività della banca in sé considerata ciò che la motiva all'acquisto. Non si dimentichi inoltre che i componenti del valore del Capitale Economico sono in relazione fra loro perché dipendono tutti da quel complesso di fattori che abbiamo definito "formula imprenditoriale". Inoltre, proprio l'esistenza di questa interrelazione impone di non considerare concluso il processo di valutazione del CE dopo che si sono valutati i singoli addendi, ma di procedere a ragionamenti sintetici, i quali possono stimolare un ripensamento delle valutazioni dapprima effettuate.

Andiamo ora a considerare i singoli addendi.

2.3.1. CAPITALE NETTO DI VALUTAZIONE ANALITICA (CNVA).

La valutazione analitica delle singole poste del capitale deve privilegiare criteri valutativi di funzionamento, ossia criteri che tengano in considerazione le effettive ipotesi di gestione delle combinazioni produttive che si esplicano anche nella situazione patrimoniale. Così, ad esempio, la valutazione degli immobili, dei titoli, dei crediti in sofferenza, del fondo oneri deve fondarsi, rispettivamente sulle effettive necessità di adattamento e rinnovo degli immobili, sulle effettive politiche di gestione dei titoli, sulle prospettive conseguenti alle reali azioni di recupero intraprese, su realistiche ipotesi circa la possibile realizzazione di plusvalenze o minusvalenze connesse ai cespiti oggetto di valutazione. I criteri valutativi di funzionamento non si contrappongono ai criteri di valutazione di mercato, ma indirizzano la scelta e l'utilizzo di appropriati riferimenti di mercato per il calcolo dei costi di ricostruzione degli immobili, del loro degrado economico, del loro valore di scambio, per la valutazione dei titoli, per le attualizzazioni eventualmente necessarie. L'enfasi sui criteri di valutazione di funzionamento porta di necessità a vedere nel CNVA non già il risultato di una somma di valori disparati, ma di un sistema di valori che concorre alla formazione dei redditi di esercizio futuri.

2.3.2. VALORE DI AVVIAMENTO IN PRESENZA DI UNA REDDITIVITA' NORMALE.

Come si può osservare nel secondo addendo della [1], la determinazione del valore in oggetto prende le mosse dalla considerazione di una percentuale di avviamento normalizzata da applicarsi ai depositi di clientela ordinaria (posta del passivo dello SP).

Come noto, la prassi valutativa e negoziale di capitali bancari consiste nell'aggiungere al capitale netto di valutazione un avviamento calcolato applicando ai depositi una certa percentuale; l'osservazione delle percentuali di avviamento di fatto negoziate determina le aspettative di prezzo dei venditori, a cui gli acquirenti devono necessariamente adeguarsi, trattandosi di un mercato del venditore, come già visto nel primo capitolo. In tal modo le percentuali in oggetto assolvono al ruolo di consentire il confronto tra prezzi fatti o fattibili in negoziazioni riguardanti oggetti diversi, ossia banche aventi ciascuna una sua differente individualità, diventano, in altri termini, dei dati di mercato idonei a quotare indicativamente l'avviamento di una banca.

La parametrizzazione dell'avviamento sui depositi ha una sua intrinseca giustificazione nella centralità dei depositi nell'economia della banca. Il fatto che oggi il riferimento ai depositi appaia meno significativo, in primo luogo per le mutate combinazioni dell'intermediazione finanziaria, in secondo per il crescente orientamento della banca verso modelli di impresa di servizi, non riduce il ruolo della percentuale in oggetto sul piano della comparazione di valore, ma semmai complica ulteriormente l'interpretazione di queste percentuali, che comunque allo stato restano gli unici dati di mercato disponibili per l'effettuazione di confronti.

Prima di procedere all'illustrazione della metodologia d'impiego delle percentuali di avviamento è importante sgombrare il campo da qualsiasi equivoco teorico, affermando con chiarezza che il valore di avviamento non è funzione dei depositi. Infatti, i depositi non costituiscono una variabile proxy attendibile né alle dimensioni operative, né della redditività, né dell'appetibilità strategica di una banca. Pertanto, la misura dell'avviamento in percentuale dei depositi rappresenta soltanto una convenzione, della

quale è corretto servirsi solo in termini di “linguaggio”. In altre parole, non esiste una relazione causa-effetto fra depositi e avviamento. Al massimo, rovesciando i termini della relazione logica esaminata, si può affermare che i depositi sono una manifestazione significativa ma certamente non esauriente e sintetica dell’avviamento aziendale. Il valore di quest’ultimo, infatti, dipende dall’assetto globale e dalle combinazioni produttive, economiche e finanziarie della banca, delle quali i depositi costituiscono una manifestazione significativa.

Per quanto riguarda questa metodologia, essa muove innanzitutto da tre inoppugnabili contestazioni: per quanto concerne la prima, l’abbiamo già trattata e discussa e fa riferimento all’aspetto di considerare l’avviamento come una percentuale di depositi come una convenzione; la seconda fa riferimento al fatto che le negoziazioni concluse su questa base rendono comunque disponibile una certa serie di prezzi “fatti”, dai quali è possibile dedurre le percentuali di avviamento sui depositi; la terza è che le percentuali osservate sono di fatto influenzate da almeno 4 ordini di fattori, tra cui:

- Il rapporto di forza contrattuale tra le parti;
- L’appetibilità strategica distintiva della specifica banca negoziata;
- La sua redditività differenziale;
- Il contesto di mercato in cui la negoziazione ha avuto luogo.

Di conseguenza, le percentuali di avviamento rilevabili dalle negoziazioni trascorse hanno la natura di prezzi fatti e quindi godono di una loro intrinseca oggettività e di realismo, ma non hanno diretto significato segnaletico, nel senso che il singolo prezzo

fatto è totalmente condizionato da caratteri distintivi nell'oggetto di scambio. Per tutto ciò, una metodologia di valutazione dell'avviamento che voglia correttamente avvalersi della conoscenza delle negoziazioni fatte, scelta quasi obbligata in mancanza di soluzioni alternative, deve anzitutto porsi l'obiettivo di determinare, mediante l'elaborazione degli elementi conoscitivi disponibili, un'unica percentuale normalizzata dotata della massima rappresentatività possibile in rapporto al valore di avviamento di una banca avente caratteristiche medie di appetibilità strategica e redditività. Il procedimento consiste nella normalizzazione di percentuali riferite a banche diverse, considerate attraverso uno standard rispetto al quale sono misurate le differenze di appetibilità strategica e di redditività di queste ultime. Tale standard può essere identificato con un profilo medio di un campione di banche che risponde alla duplice esigenza di essere sufficientemente omogeneo rispetto sia alle banche negoziate le cui percentuali di avviamento si considerano, sia alla banca il cui avviamento è oggetto di valutazione. In altri termini, il campione scelto deve tendere a rappresentare il "minimo comun denominatore" delle situazioni aziendali osservate; la mancanza di questo requisito di relativa omogeneità impedirebbe di trasferire gli apprezzamenti delle negoziazioni passate alle valutazioni di nuove banche in fase di cessione.

Dal punto di vista pratico, la scelta del campione di riferimento, costituito come si è detto da banche caratterizzate da una soddisfacente omogeneità sotto il profilo delle strutture patrimoniali e combinazioni produttive, può seguire due vie. Da un lato, si può costruire un campione ad hoc mediante un'attenta selezione di aziende bancarie aventi le caratteristiche richieste, dall'altro si possono adottare i campioni prefabbricati predisposti dalle statistiche bancarie disponibili per classe dimensionale o per categoria giuridica di appartenenza. Il primo procedimento, per quanto metodologicamente preferibile per la

sua implicita flessibilità, si scontra con le difficoltà pratiche insite nell'analisi comparata e nell'aggregazione di bilanci di banche diverse. Meno esposto all'incertezza e anche meno arbitrario è il secondo metodo, che per di più garantisce l'omogeneità dei criteri contabili sottostanti al campione.

Confrontando i profili di appetibilità strategica e di redditività delle banche negoziate con quello del campione si perviene a rettificare le relative percentuali di avviamento in funzione dei rispettivi caratteri distintivi di appetibilità strategica e di redditività. Nel caso in cui i singoli casi esaminati appartengano a periodi storicamente distinti, caratterizzati da equilibri di mercato diversi, le percentuali ottenute devono essere ulteriormente rettificate in modo da renderle riferibili al momento storico in cui si riferisce la valutazione in corso. Infatti, la situazione di mercato può essere sostanzialmente cambiata nel tempo, in rapporto all'aumento o alla rarefazione dell'offerta di aziende bancarie, all'aumento o alla diminuzione dell'interesse e della convenienza delle aziende del settore a espandere le dimensioni operative per via di acquisizione, al rafforzamento o all'indebolimento delle barriere all'entrata generate dal regime autorizzativo vigente e così via. La media, non necessariamente aritmetica, delle percentuali così elaborate fornisce la percentuale normalizzata ricercata, dotata quindi del massimo grado di rappresentatività dell'avviamento di un'azienda di credito avente caratteristiche medie, nelle condizioni di mercato vigenti in un intorno temporale non troppo breve, che quindi astragga dall'influenza di situazioni transitorie o congiunturali e pertanto tipicamente reversibili.

Occorre ora fare qualche breve considerazione in merito all'idoneità dei depositi a costituire la base convenzionale di applicazione delle percentuali di avviamento.

Tradizionalmente, la scelta dei depositi di clientela ordinaria si fonda sull'implicita e consolidata convinzione che i depositi siano la quantità patrimoniale più idonea a esprimere le dimensioni operative della banca, cioè la sua capacità di intermediazione e quindi di produzione (si deve dire per doverosità che questa presunzione non ha un fondamento teorico). L'evoluzione recente dell'attività bancaria avvalorava l'ipotesi che la capacità produttiva della banca, e quindi le sue dimensioni aziendali, non sia misurabile esclusivamente in termini di capacità (volumi) d'intermediazione. Infatti, a questa tipica funzione la banca associa una crescente produzione di servizi diversi dall'intermediazione finanziaria in senso stretto. Il concetto di intermediazione chiama direttamente in causa la struttura degli attivi bancari e, sotto questo profilo, la capacità di intermediazione può variare molto da banca a banca, come è implicitamente dimostrato dalla variabilità del rapporto impieghi-depositi e del saldo netto debitore o creditore delle partite interbancarie intrattenute. Il riferimento ai depositi è nella pratica difendibile poiché nell'ultimo decennio le banche oggetto di negoziazione sono state abbastanza omogenee: si è trattato in genere di banche appartenenti alla categoria delle banche di credito ordinario, costituite nella forma di S.p.A., caratterizzate da dimensioni medie, piccole e minori. La composizione degli attivi e passivi di tali banche presenta una varianza assai minore di quella osservabile a livello dell'intero Sistema, fra categorie giuridiche diverse e fra dimensioni aziendali più diversificate. Per concludere, anche la scelta dei depositi come base convenzionale di riferimento deve essere fatta con cautela e spirito critico, poiché la composizione e le caratteristiche qualitative dei depositi possono presentare profili molto qualificanti. Basti pensare alla distribuzione dei depositi per classi dimensionali, alla loro diversificazione geografico-settoriale, alla loro variabilità nel tempo, al loro diverso costo finanziario e gestionale. Tutte queste considerazioni possono portare il valutatore a

identificare fattori positivi o negativi di appetibilità strategica, suscettibile d'influire sulla determinazione della percentuale di avviamento normalizzata.

2.3.3. IL DIFFERENZIALE DI REDDITIVITÀ.

La formula valutativa proposta prevede che l'avviamento, determinato in prima approssimazione nell'ipotesi di redditività "normale", venga ora rettificato in funzione della redditività differenziale. Perciò, l'attenzione deve essere anzitutto orientata alla misurazione del divario di redditività caratterizzante, in positivo o negativo, la banca oggetto di valutazione.

È evidente che questa misurazione rappresenta un momento particolare delicato della valutazione, poiché occorre evitare di penalizzare o di favorire la banca valutata a causa della rilevazione di un divario di redditività apparente o transitorio, determinando quindi i criteri di rilevazione.

In primo luogo, tale misurazione fa riferimento al campione di banche già individuato ai fini della prima valutazione dell'avviamento. Questo campione presenta uno standard o profilo di redditività media in rapporto al quale è agevole misurare il divario di redditività della banca valutata. In secondo luogo, superato il problema dello standard, occorre definire la nozione di redditività cui riferirsi in sede di misurazione. Conviene senza dubbio avvalersi del concetto di redditività prospettica, in quanto il valore del capitale economico della banca è pur sempre, ancorché parzialmente, funzione dei flussi di reddito attesi. La stima quantitativa della redditività differenziale prospettica trova fondamento nell'esame della redditività passata e presente della banca valutata, relativamente a quella

media del campione a confronto. Infatti, i divari di redditività assumono significato e importanza in sede di valutazione dell'avviamento aziendale soltanto se possono essere ragionevolmente accertate la stabilità o la tendenza di medio periodo; in altre parole il divario di redditività deve essere preso in considerazione in quanto fatto economico rilevante, quindi non transitorio ed effimero, ed espressivo della formula imprenditoriale e del connesso posizionamento nel mercato della banca indagata. Con questi presupposti e cautele, il divario di redditività prospettico può essere ottenuto con l'impiego di idonee tecniche statistiche di estrapolazione, quando vi sia la ragionevole certezza che la formula imprenditoriale in atto verrebbe mantenuta per tempi non brevi e che essa comunque condizionerebbe la redditività futura in tempi non brevi. In terzo luogo, occorre definire la nozione contabile di redditività cui è opportuno riferirsi. Trattasi a evidenza della redditività netta, dato che la valutazione assume l'ottica del soggetto economico titolare del capitale netto. Peraltro, l'utile netto di bilancio è in genere notevolmente influenzato dalle politiche di bilancio e in particolare dalla determinazione degli ammortamenti e accantonamenti. È quindi opportuno, in linea generale, rettificare l'utile netto mediante la revisione degli ammortamenti e degli accantonamenti in funzione dei criteri generalmente adottati dal campione di aziende bancarie scelto a scopo di confronto, sempre che gli scostamenti rilevanti non siano giustificati da accantonamenti a fronte di particolari poste dell'attivo (titoli, prestiti, ecc.) di eccezionale rischio. Si giunge in tal modo a determinare una redditività "normalizzata" che rappresenta una base ragionevole solida per la determinazione della consistenza e della tendenza del divario di redditività in chiave prospettica. In quarto luogo si procede all'attualizzazione del divario di redditività così ottenuto in modo da ricavarne il corrispondente valore capitalizzato per la rettifica dell'avviamento. In questa fase è necessario quindi affrontare e risolvere i

problemi della scelta del tasso di attualizzazione-capitalizzazione e dell'orizzonte temporale da adottarsi nel calcolo. Questo aspetto sarà trattato significativamente nel terzo capitolo.

2.4. CONSIDERAZIONI DI TIPO SINTETICO.

Il capitale economico cui si perviene con la metodologia di tipo additivo precedentemente descritta deve considerarsi alla stregua di un capitale economico di prima approssimazione, suscettibile di verifica a seguito di ragionamenti di riscontro fondati sull'apprezzamento di tale valore con riguardo alla grandezza del capitale netto di valutazione analitica (CNVA), dei redditi futuri, della capitalizzazione di borsa.

I riscontri svolti con riguardo al capitale netto di valutazione analitica e ai redditi futuri si esplicitano nella determinazione e nell'apprezzamento dell'avviamento, del periodo di recupero dell'avviamento, del tasso di (capitalizzazione/attualizzazione implicito).

Nel giudicare la grandezza del periodo di recupero dell'avviamento e del tasso di attualizzazione implicito non si può evidentemente fare riferimento ai consueti valori parametrici desumibili dalle negoziazioni di imprese industriali e commerciali, senza filtrarli alla luce della diversa logica informante la valutazione del capitale economico di una banca. In altri termini, attraverso simili riscontri si apprezzano i risultati di un processo valutativo condotto nell'ottica dell'acquirente-banca assumendo implicitamente l'ottica dell'investitore-risparmiatore, nel presupposto che quest'ultima non possa essere del tutto accantonata, essendo l'impiego del capitale finanziario subordinato a una logica di remunerazione finanziaria che deve in qualche modo legarsi ai profitti di rischio-redditività degli impieghi alternativi.

Non deve sorprendere il fatto che, rapportando il valore di avviamento al flusso previsto di reddito annuale e rapportando tale flusso al capitale economico, si ottengono rispettivamente tempi di recupero dell'avviamento molto lunghi e tassi di capitalizzazione

molto modesti. A evidenza, da un lato si considera l'avviamento determinato nell'ottica dell'acquirente banca orientato al conseguimento dei cospicui e compositi benefici netti addizionali connessi all'espansione delle proprie dimensioni operative, mentre dall'altro si considera il flusso di reddito atteso determinato nell'ottica dell'acquirente risparmiatore e investitore, cioè un valore che prescinde dai fattori di appetibilità strategica che invece motivano all'acquisto dell'acquirente banca.

In definitiva, questi riscontri sintetici sono preziosi perché dirigono l'attenzione sulla ragionevolezza dell'apprezzamento dei fattori di appetibilità strategica che rappresentano appunto la principale differenza fra i valori del capitale economico della banca nelle due ottiche valutative. Occorre pertanto chiedersi se tali fattori sussistano, abbiano valore economico e contribuiscono concretamente alla ottimizzazione dell'obiettivo strategico della banca acquirente, date la sua formula e le sue capacità imprenditoriali.

Considerazioni in parte simili si possono sviluppare a proposito del confronto fra valore economico dell'azione e prezzi di borsa. Infatti, questi ultimi, a somiglianza dei termini di riscontro dianzi considerati, rispecchiano tipicamente, sia pure nel lungo periodo, l'ottica di un investitore risparmiatore. Inoltre, le quotazioni di borsa, com'è noto, riflettono le transazioni su quantitativi di titoli rappresentanti frazioni minime dei capitali delle banche quotate. Nonostante queste considerazioni che ne limitano il significato, i corsi di borsa non possono essere ignorati e questo perché l'operato dei contraenti che negoziano partecipazioni in società quotate viene giudicato anche sulla scorta dei corsi di borsa.



(fonte: *La valutazione delle banche* di Vittorio Coda e Paolo Mottura)

Andando ad effettuare un confronto tra la teoria appena vista e la prassi valutativa, i risultati cui si perviene tendono a scostarsi, in positivo o in negativo, da quelli cui si perverrebbe seguendo la corrente prassi valutativa sottostante alle negoziazioni concluse negli ultimi decenni del secolo scorso e questo trova riscontro in un maggior grado di variabilità della percentuale di avviamento sui depositi, imputabile a una maggiore sensibilità della metodologia proposta ai fattori determinanti l'avviamento di una banca. Le divergenze di risultati tra teoria e prassi valutativa sono dovute, dunque, non già a radicali diversità metodologiche, ma all'operare, nella concreta realtà delle negoziazioni di capitali bancari, di fattori attinenti alla razionalità delle valutazioni. Le incompatibilità fra queste due sfere si possono riscontrare:

- All'ottica e all'articolazione del processo valutativo;
- Alla considerazione che la formula imprenditoriale della banca acquisita riceve nella prassi;

- Alle strategie di creazione di valore o alle strategie difensive delle potenziali banche acquirenti;
- Al peso relativo attribuito alle singole determinanti del valore economico.

2.4.1. SULL’OTTICA E SULL’ARTICOLAZIONE DEL PROCESSO VALUTATIVO.

La teoria proposta fa sua l’ottica che di fatto regola la formazione dei prezzi dei capitali bancari, ossia l’ottica di un acquirente banca. Quanto all’articolazione del processo valutativo, la teoria incorpora le percentuali di avviamento sui depositi, che tanto rilievo ha nella prassi valutativa, come l’unico indicatore di prezzi fattibili che il “mercato” esprime e che, come tale, acquista anche una rilevanza sul piano teorico e ciò a prescindere dalla limitata capacità dei depositi di segnalare la presenza di un valore di avviamento. Queste affinità conferiscono alla teoria qui proposta un’immediatezza di capacità interpretativa dei comportamenti negoziali. Peraltro, sempre sul piano dell’articolazione del processo di valutazione, si rilevano le seguenti diversità:

- I. La prassi sembra adottare esclusivamente un processo di tipo additivo che prescinde dalle verifiche di tipo sintetico, fatta salva forse la considerazione della capitalizzazione di borsa nel caso di banche quotate;
- II. La teoria offre dei criteri di elaborazione della percentuale di avviamento sui depositi che tengono conto degli eventuali divari di appetibilità strategica e

degli eventuali differenziali di redditività, mentre la prassi sembra piuttosto uniformarsi a una logica di tipo acriticamente imitativo.

2.4.2. SULLA RILEVANZA DELL'ANALISI DELLA FORMULA IMPRENDITORIALE.

La prassi si limita a considerare in modo frammentato alcuni indicatori sintomatici di funzionalità della banca e alcuni fattori di appetibilità strategica, senza comporli nella visione unitaria della formula imprenditoriale, con la conseguenza di rinunciare a una diagnosi della situazione in cui si trova la banca acquisenda e di privarsi di un fondamentale strumento di “teoria del valore”. Nell'impostazione teorica di questo lavoro, invece, l'analisi della formula imprenditoriale è il passaggio obbligato per l'apprezzamento dell'appetibilità strategica, che determina di norma la prevalenza del valore di avviamento sul valore netto di valutazione analitica.

2.4.3. SULL'ANALISI DELLE STRATEGIE DI SVILUPPO DEI POTENZIALI ACQUIRENTI BANCHE.

Il corrente costume valutativo sembra dare per scontato che l'acquisizione di per sé produca dei benefici in capo ad un potenziale acquirente banca, tali da legittimare l'adozione della “percentuale di avviamento di mercato”. Per contro, una maggiore razionalità economica richiede di verificare, nell'ambito dei potenziali acquirenti, l'esistenza di una visione dello sviluppo aziendale, nonché delle risorse e competenze

necessarie per realizzarla, tale da valorizzare adeguatamente i fattori di appetibilità della banca acquisita.

2.4.4. SUL PESO RELATIVO DELLE DETERMINANTI DEL VALORE ECONOMICO.

La corrente prassi valutativa non attribuisce peso alcuno alla redditività, mentre la teoria qui proposta riserva alla stessa un peso rilevante, ancorché limitato ai divari di redditività rispetto alla redditività media di un idoneo campione di confronto. La spiegazione di questo comportamento della prassi sembra riconducibile, da un lato, alla protezione che i pubblici poteri da tempo assicurano all'equilibrio economico-finanziario delle banche e, dall'altro, al minor peso che sembra rivestire il reddito quale obiettivo dell'attività bancaria. Di contro, l'impostazione teorica di questo scritto assume che la redditività della banca sia una determinante fondamentale del valore economico della stessa, per i seguenti motivi:

- La necessità di una struttura più capitalizzata indotta dalla persistenza di tensioni inflazionistiche e dai fenomeni ad essa collegati;
- L'accentuarsi delle pressioni ambientali sui livelli di redditività del settore, le quali discriminano più che in passato le banche marginali dalle altre;
- I crescenti fabbisogni di rinnovamento che in questa epoca storica impegnano fortemente le banche e ne condizionano la sopravvivenza.

La redditività peraltro è solo una delle determinanti del valore economico di una banca. Anzi, nonostante la sua crescente importanza, essa è tuttora sovrastata dai fattori di appetibilità strategica, che configurano un valore di avviamento pur in presenza di redditività nulla. Il coesistere della redditività con i fattori di appetibilità strategica quali determinati dell'avviamento impedisce di interpretare il valore di quest'ultimo come espressione di una redditività giudicata più che soddisfacente in rapporto al capitale netto di valutazione analitica.

2.5. REDDITIVITA' E RISCHIOSITA' DI UNA BANCA.

Determinare la misurazione della rischiosità e della redditività di una banca rappresenta uno dei passaggi necessari per giungere alla corretta stima del valore del capitale economico della stessa. Infatti, ciò va ad incidere sui molteplici aspetti della stima, che vanno dalla previsione dei flussi reddituali o finanziari sino alla determinazione del tasso di attualizzazione da utilizzare.

Per determinare la stima della redditività e della rischiosità della banca, e quindi la sua performance, occorre indentificare le fonti informative utilizzabili, gli indicatori più adeguati e i modelli di analisi più efficaci. Al fine di effettuare una buona analisi è opportuno riprendere ed esaminare le altre valutazioni già disponibili, che normalmente possono essere consultate: si tratta delle valutazioni tratte dai mercati finanziari, le valutazioni fornite dalle agenzie di rating e le valutazioni realizzate dalla Autorità di vigilanza.

Invero, ci sono sostanzialmente tre ragioni che lasciano intendere questo: in primo luogo, queste valutazioni costituiscono in ogni caso punti di riferimento che il valutatore esterno dovrebbe sempre non solo indicare nella propria analisi, ma soprattutto utilizzare come benchmark, dando conto delle convergenze e/o divergenze rispetto alle proprie elaborazioni e delle relative motivazioni; in secondo luogo, esse sono le basi informative che sono disponibili al valutatore esterno al fine della sua valutazione ed elaborazione; in terzo luogo, evidenziano indicatori e modelli di analisi dai quali è possibile trarre indicazioni in merito all'articolazione del processo valutativo che un valutatore esterno può utilizzare. Per questi motivi, procederemo nell'esaminare in primis le valutazioni prodotte dai mercati, dalle agenzie e dai supervisors.

2.5.1. LE VALUTAZIONI DI MERCATO.

Nel quadro dei processi di stima del “Valore” dell’equity delle banche, uno degli indicatori di “mercato” principali è quello che deduce il rischio della banca dall’andamento dei prezzi delle sue azioni attraverso la stima del Beta della banca medesima, ossia del rapporto tra la covarianza dei rendimenti storici dell’azione con i rendimenti storici del portafoglio di mercato.

Esistono nella prassi tuttavia altri indicatori sintetici di mercato finalizzati ad esprimere una valutazione della rischiosità di una banca, dei quali il valutatore non può non tenere conto. Essi sono definiti rating impliciti e sono determinati sulla base dei tassi osservabili sul mercato di un dato emittente, parliamo di obbligazioni, credit default swap (CDS) o delle azioni. Infatti, l’incontro tra domanda e offerta nei mercati determina prezzi e rendimenti che incorporano il rischio di default dell’emittente obbligazioni o azioni, o della reference entity di un CDS. Attraverso appositi modelli, è possibile “estrarre” da prezzi e rendimenti di questi strumenti la stima delle probabilità di default in essi contenuta. Ad evidenza, è necessario che tali strumenti siano stati emessi e i prezzi/rendimenti siano osservabili per la banca che si vuole analizzare. Poiché i corsi azionari, obbligazionari e dei derivati creditizi riferiti ad uno stesso soggetto non si muovono sempre in modo strettamente correlato, le indicazioni di rischio tratte da diversi mercati possono non essere allineate, e devono essere considerate complementari.

Trarre rating impliciti dai corsi azionari è un approccio oggi particolarmente diffuso. Esso è stato introdotto dalla società KMV (acquisita nel 2002 da Moody’s). Il modello di calcolo deduce il livello di rischio in modo automatico dall’andamento dei corsi azionari e dalla struttura del bilancio del soggetto da valutare ai fini del rating. Si tratta, infatti, di

un modello “a la Merton” che usa l’option price theory per introdurre la “distance to default” da una serie di elementi: il valore dell’attività dell’impresa, il valore dei debiti e il livello di volatilità dell’equity che viene trasformata nella volatilità degli asset (e, quindi, nella problematica che il loro valore scenda sotto quello dei debiti, determinando il default). I modelli “a la Merton” risentono della dinamica dei mercati azionari nel loro complesso e per segmenti settoriali o geografici. Di conseguenza, il cambiamento degli umori dei mercati azionari si riflette sulle probabilità di default.

Un’altra strada per dedurre il rischio di default da dati di mercato è quella basata sui Credit spread (CS) obbligazionari. Consiste nel trasformare i rendimenti delle obbligazioni (cosiddetti rendimenti a scadenza) e i credit spread che da essi si deducono (come differenza con i tassi risk free) in una stima della probabilità di default. Il modello più semplice è quello del “risk-neutral”, in cui il credit spread è la remunerazione per il tasso di perdita attesa (cioè per il prodotto della probabilità di default per la perdita in caso di default, cioè probability of default (PD) moltiplicato per loss given default (LGD)). Dunque, se $CS=PD*LGD$, è possibile derivare la PD come rapporto tra il credit spread e una stima della LGD che è necessario fare ($PD=CS/LGD$). Modelli più sofisticati trasformano le PD così ottenute (note come “risk.natural PD”) in “real-world PD”, considerando anche il premio per il rischio presente nei credit spread, dovuto all’avversione al rischio degli investitori. A fronte della semplicità dell’approccio, occorre tenere presente che ci sono una serie di altri elementi, diversi dalla PD, che influenzano i rendimenti e che rendono difficile derivare la PD e fare confronti fra diversi emittenti ed emissioni; ad esempio, la seniority dei titoli (subordinazione), le garanzie accessorie dei titoli, le durate dei titoli, il trattamento fiscale dei diversi titoli nei diversi Paesi, ecc.

I rating impliciti tratti dai CDS spread, cioè dai prezzi dei credit default swap, rappresentano una terza possibilità di trarre indicazioni sul rischio di un soggetto. I “derivati creditizi” consistono in uno scambio tra un premio periodico (una sorta di premio assicurativo, il CDS spread appunto) e un pagamento di una somma predefinita nel caso si verifichi il default di un’obbligazione emessa da una reference entity o della reference entity stessa. Il prezzo del contratto, espresso in basis points del valore nozionale sottostante, è chiamato CDS spread e in generale il pagamento è trimestrale. Sono quindi almeno quattro i parametri che definiscono un CDS: la reference entity, il valore nozionale, lo spread e la scadenza. Ovviamente vi sono poi altri elementi rilevanti, come la qualità del soggetto che vende protezione, poiché esso a sua volta potrebbe essere soggetto ad un rischio di default e, quindi, ridurre il reale valore della protezione concessa. Da alcuni Data Providers come Bloomberg o Thomson Reuters si può ricavare il prezzo dei credit default swap negoziati su molte banche. La modalità di stima della PD è analoga a quanto descritto per i credit spread. Si noti che se il CDS spread fosse sempre concorde con il credit spread, sarebbe del tutto inutile esaminare insieme sia i CDS sia i credit spread discussi prima. Invece, la differenza tra CDS spread e credit spread non è quasi mai nulla, per diversi motivi, tra i quali: i CDS sono contratti unfunded, cioè non comportano un rilevante immobilizzo finanziario, come l’acquisto dei bond, e consentono quindi di speculare più facilmente sulle aspettative di default; poiché molti dei soggetti che operano con la logica della massimizzazione della redditività cercano di trarre profitti dai cambiamenti dei prezzi dei CDS, i CDS spread non necessariamente riflettono le aspettative sul rischio di default su orizzonti annuali o più protratti, ma riflettono piuttosto le aspettative di brevissimo termine che guidano il trading di tali strumenti. I CDS consentono di speculare facilmente in entrambe le direzioni (aumento o diminuzione del

rischio) ponendosi come controparte acquirente o venditore di protezione, senza necessariamente possedere i titoli sottostanti; i CDS presentano un rischio di controparte, che incide sul prezzo, e che può modificarsi nel tempo. I CDS spread dipendono anche dal rischio di default congiunto tra reference entity e venditore della protezione, come nel caso in cui sia il venditore sia la reference entity siano banche, magari di uno stesso Paese.

In generale, tutte e tre le tipologie di rating impliciti (quelli derivati dai corsi azionari, dai credit spread o dai CDS spread) possono essere considerate indicatori sintetici del rischio di banche e istituzioni finanziarie. Essi forniscono una prospettiva che, rispetto ai rating di agenzia, è tendenzialmente più a breve termine, più instabile e in grado di predire i casi di default incipiente, ma al costo di generare molti falsi allarmi, come è emerso da un lavoro del servizio Studi della Banca d'Italia da parte di A. Di Cesare al titolo "Il mercato dei CDS è particolarmente utile per "predire" gli eventi negati e i prezzi azionari per gli eventi positivi. Tuttavia, tutti gli indicatori mandano anche molti falsi segnali e devono essere interpretati con la dovuta cautela". Inoltre, ciò che il valutatore può acquisire da questi approcci è solo un indicatore numerico di sintesi della probabilità di default dell'istituzione, ma non ottiene alcuna informazione collaterale, qualitativa, descrittiva, non ottiene di fatto un "rationale" del giudizio sintetico acquisito, "rating rationale" che, invece, è una informativa complementare che le agenzie di rating producono, per quanto molto sintetica.

2.5.2. LE VALUTAZIONI DELLE AGENZIE DI RATING.

I rating di agenzia sono un benchmark di rilievo per il valutatore di una banca perché da essi si possono trarre innanzitutto due elementi informativi: il giudizio sintetico dell'agenzia (il rating) e, come detto, il “rating rationale” contenuto nelle comunicazioni dell'agenzia che accompagnano ogni rating action della stessa. Inoltre, le agenzie di rating producono una gran quantità di altri studi e opinioni sui debitori e sui settori di appartenenza. Infine, le agenzie pubblicano i “criteria” che esse usano per assegnare il rating (saranno revisionati successivamente).

L'assegnazione dei rating da parte delle agenzie si sostanzia in una sorta di “analisi fondamentale” delle caratteristiche dell'impresa debitrice da cui l'agenzia estrae una valutazione ordinale del rischio di credito (il rating), che poi l'investitore provvede a “quantificare”, cioè ad associare ad una misura cardinale, una probabilità di default. Queste valutazioni sono costantemente oggetto di verifica e affidabilità da parte del mercato e delle autorità di vigilanza, e avranno poi impatto, in primo luogo, sui prezzi e sui tassi di rendimento dei titoli obbligazionari emessi dall'impresa. Dunque, è utile avere consapevolezza che esistono almeno tre diversi processi di rating: il processo di assegnazione della classe di rating (cioè di un indicatore ordinale), i processi di assegnazione/associazione di una misura cardinale (una PD, ad ogni classe di rating), i processi di validazione dei rating (verifica a ritroso dell'affidabilità dei giudizi assegnati a certe date rispetto all'evoluzione successiva dei debitori).

La relazione osservabile nel mercato tra i credit spread e le classi di rating può essere anche interpretata come una conferma indiretta della rilevanza nel mercato dei rating di agenzia, in quanto dà conto della tendenziale fiducia che il mercato ripone nell'affidabilità

di tali rating: a classe di rating peggiore corrisponde un credit spread tendenzialmente più alto.

Il mercato e le autorità di vigilanza traggono una conferma più diretta dell'affidabilità di tali rating dall'osservazione di dati quali quelli riportati dalla figura 1. Questa figura evidenzia le percentuali di soggetti corporate (cioè sia istituzioni finanziarie sia imprese non finanziarie) che, avendo ad inizio un certo rating, sono andati in default nel corso dello stesso anno: si hanno così i tassi di default annuali per le varie classi di rating e per i vari anni considerati. Ad esempio, per la classe BBB nell'anno 200X il tasso di default annuale può essere calcolato come il rapporto tra: il numero dei soggetti con rating BBB al primo di gennaio di un dato anno che sono andati in default nell'anno (numeratore), il numero di soggetti con rating BBB al primo di gennaio di quell'anno (denominatore).

$$\text{Tasso di default annuale}^{\text{BBB}/_{200x}} = \text{numero dei default}^{\text{BBB}/_{200x}} / \text{debitori}^{\text{BBB}/_{1\text{gennaio}200x}}$$

0	AA						BBB						BB		CCC/ C			
	A	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	+	B	-	+	BB	BB-	B+	B	B-	C	
1981	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3,28	0	0	
1982	0	0	0	0	0	0,3	3	0	0	0,68	0	0	6	7,04	2	2,33	7,41	21,43
1983	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,33	2,17	0	1,59	3	9,8	4,76	6,67	
1984	0	0	0	0	0	0	0	0	1,4	0	0	4	1,49	5	3,51	7,69	25	
1985	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,64	9	1,33	1	1	8	15,38	
1986	0	0	0	0	0	0,7	6	0	0,78	0	1,82	1,1	8	1,12	4,6	12,1	16,6	23,08
1987	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,83	1	5,95	6,82	12,28	
1988	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,34	9	4,5	9,8	20,37	
1989	0	0	0	0	0	0,5	8	0,9	0,78	0	0	0	2	3	7,8	4,88	33,33	
1990	0	0	0	0	0	0	0	0,76	0	1,1	2,78	9	4,5	9	6	8	31,25	
1991	0	0	0	0	0	0	0	0,83	0,74	0	3,7	1,1	4	1,05	2	5	33,87	
1992	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	3	3	30,19	

dati della figura costituiscono dunque la base per valutare l'affidabilità dei giudizi di rating tramite backtesting;

- Questi dati consentono la “quantificazione” del rating. Quello che, osservato ex post è un “tasso di default medio” di una classe di rating (ad esempio, lo 0,26% del BBB-, cioè circa 0,3%, cioè, ancora, circa 3 casi su 1000 debitori con tale rating a inizio anno), può essere assunto, ponendosi nella posizione ex ante, come “probabilità di default” di un debitore che è classificato oggi in quella data classe di rating;
- Risulta evidente come la verifica di affidabilità del giudizio di rating tramite backtesting non è mai realizzabile a livello di giudizio sulla singola istituzione debitrice, in quanto ex post (alla fine del periodo di osservazione, ad esempio l'anno) il singolo caso presenterà sempre una delle due circostanze estreme, default o non default, mentre nessuna classe di rating prevede queste circostanze estreme. Dunque, il rating esprime una probabilità e, se si osserva il singolo caso a posteriori, la probabilità è sempre sbagliata, per definizione. Il default c'è oppure non c'è;
- L'osservazione precedente ha grande importanza per chi vuole poi utilizzare i rating come indicatori sintetici di rischio. Il rating non prevede singoli casi di default, ma semplicemente ordina il rischio di default; il rating può consentire all'investitore di associare una probabilità di default ai singoli casi nella visione ex ante, ma non sarà mai verificabile a livello di singolo caso ex post. Pertanto, l'investitore che voglia evitare di incorrere negli eventi estremi di default o non default e, invece, voglia avvicinare i risultati del proprio investimento ai tassi di

default attesi, deve decidere di investire in tanti emittenti diversi che abbiano la stessa classe di rating e deve anche farlo per diversi anni di seguito.

Anche il valutatore esterno, privato e indipendente, nei panni del quale ci siamo posti, deve tenere conto dei pregi e delle limitazioni del rating. In particolare, di queste ultime, quando sviluppi una valutazione di un investimento singolo, non inserito in un portafoglio di investimenti che condividano analoga classe di rating e siano ripetuti nel tempo. Se il sistema di rating a cui si fa riferimento ha dimostrato in passato buona capacità predittiva, le indicazioni da esso prodotte possono essere usate per valutare ex ante la singola banca, senza doversi però attendere di verificare ex post sul singolo caso la correttezza di tale predizione. Quando i rating sono interpretati in modo corretto, essi danno indicazioni utili anche su orizzonti temporali molto più protratti di un anno.

Un aspetto importante della figura 1 è quello di consentire anche di “quantificare” il rischio di un dato rating su un certo orizzonte temporale: ad esempio, chi comprasse titoli di emittenti di classe B con scadenza a dieci anni sa che va incontro ad una probabilità di default del 25%. Ovviamente non sa quale singolo emittente andrà in default e quale no. Se ha comprato i titoli di un solo emittente B, non subirà mai un tasso di default del 25% a dieci anni sull’investimento, viceversa potrà vedere come, alla fine dei 10 anni, sarà stato fortunato (default 0%) oppure sfortunato (default 100%). All’opposto, se ha acquisito tanti titoli di classe B per diversi anni a seguire, avrà subito probabilmente un tasso di default prossimo al 25% sul portafoglio investito.

In conclusione, perciò, i rating delle agenzie sono buoni predittori di lunghissimo termine del rischio di default dei debitori e consentono anche una quantificazione del default risk

su varie scadenze. Ciò spiega perché ci si rimetta molto spesso acriticamente alle valutazioni di rischio effettuate dalle agenzie di rating internazionali.

Le proprietà riferite alla “quantificazione” e alla “validazione” dei rating che abbiamo sopra osservato discendono direttamente dalle modalità di assegnazione che le agenzie utilizzano. Per questo motivo, l’approccio valutativo delle agenzie rappresenta anche esso un punto di riferimento per chiunque voglia sviluppare una valutazione autonoma della rischiosità di una banca.

I motivi che spingono gli investitori, tra cui le banche, ad utilizzare nei loro processi decisionali direttamente i rating di agenzia, laddove siano disponibili, sono diversi. Tra di essi: le agenzie internazionali sono molto meno numerose delle banche e possono pertanto godere di un maggiore potere contrattuale nei confronti dei debitori (anche altre banche) ed indurli a fornire maggiori elementi informativi, anche riservati; le agenzie hanno una forte specializzazione dei rating analyst per comparti e sono depositarie di un know how cumulatosi in oltre un secolo; le agenzie hanno una presenza internazionale ramificata che consente loro di seguire singoli mercati ed istituzioni e di sviluppare confronti incrociati a livello internazionale.

Il processo di assegnazione dei rating di agenzia è un processo di tipo judgmental. Esso coinvolge molte informazioni di varia natura (oggettiva, soggettiva, qualitativa, storiche, previsionali, ecc.), metodologie elaborative delle informazioni strutturate ma non strettamente algoritmiche, una molteplicità di indicatori, e di diversi analisti, che al termine dell’istruttoria votano il rating. In sostanza, l’approccio di assegnazione del rating utilizzato dalle agenzie è judgmental e non technical, per riutilizzare la classificazione proposta da Basilea 2: “non c’è un algoritmo che, prendendo in input dati oggettivi,

produca un risultato finale consequenziale”. Il contributo judgmental degli analisti è fondamentale e membri diversi dello stesso rating committee, di fronte a medesime informazioni, possono votare per un rating diverso, la deliberazione è infatti assunta a maggioranza. Esiste tuttavia un articolato set di “criteria” che trovano traduzione operativa nella struttura delle scorecard che gli analisti utilizzano per combinare informazioni diverse in rating parziali riferiti ai singoli aspetti da valutare, e che poi vengono condensati via via in rating sempre più di sintesi, sino a pervenire al rating finale. I criteria che le agenzie pubblicano rappresentano solo una parte della metodologia di riferimento per gli analisti, di cui costituiscono una rappresentazione stilizzata finalizzata a facilitare la comprensione dei terzi in merito alla natura delle informazioni utilizzate e delle logiche del processo di sintesi delle stesse nel rating finale. In particolare, l’informazione elementare utilizzata nel singolo non può essere comunicata all’esterno, anche perché può trattarsi di informazione confidenziale la cui disclosure non è possibile. L’agenzia, inoltre, si riserva tipicamente di modificare se necessario il peso relativo di alcuni aspetti, per tenere conto di circostanze idiosincratice al caso esaminato. Con il passare del tempo è comunque aumentato il livello di disclosure della metodologia da parte delle agenzie.

Le agenzie producono anche informazioni descrittive e argomentate su molteplici aspetti di rilievo per un valutatore esterno, privato e indipendente. Una prima forma è quella delle comunicazioni scritte e formali che accompagnano i rating, il così detto “credit rating rationale”. Si tratta della spiegazione che accompagna una rating action (con cui si intende l’assegnazione iniziale, modifica, conferma, sospensione, messa in credit watch del rating) finalizzata ad evidenziare le principali motivazioni del rating. Si tratta di una valutazione sintetica che, tuttavia, ha il pregio di evidenziare in forma discorsiva le

ragioni fondamentali che hanno condotto al rating, o meglio alla rating action. Le agenzie pubblicano anche una enorme mole di studi e opinioni, rilasciate al pubblico generico o ai solo abbonati ai loro servizi informativi, contenenti report su trend settoriali, innovazioni, rischi che incidono sulla qualità dei debitori. Taluni sono mirati a formulare previsioni, altri a consuntivare fenomeni, alcune sono pubblicazioni periodiche, altre sono comunicazioni più o meno estese o sintetiche realizzate in seguito a specifici accadimenti.

2.5.2.1. I “CRITERIA” DEL GIUDIZIO.

Una conoscenza analitica dei “criteria” usati dalle agenzie può essere di grande utilità per un analista esterno che voglia impostare un proprio autonomo percorso di analisi della rischiosità di una banca.

Analizzando l’impostazione dei criteria riferiti alle banche utilizzati dalle principali agenzie di rating, tra le quali si annoverano Fitch, Moody’s e Standar&Poor’s, appaiono molti profili comuni e molti profili differenziati.

Tra i profili comuni c’è l’assegnazione di distinti rating all’issuer (emittente) e alle singole issue (emissioni); il primo rating è mirato a indicare la probabilità di default dell’istituzione emittente, il secondo a indicare la perdita attesa per l’investitore, tenendo anche conto delle caratteristiche (seniority, garanzie, ecc.) delle singole emissioni; inoltre, è comune l’assegnazione di rating a lungo termine e a breve termine. Un altro profilo comune è l’utilizzo di una logica sequenziale delle analisi sintetizzata nella struttura delle scorecard, il ruolo delle informazioni quantitative a cui si associano specifici score secondo apposite griglie, gli spazi per le valutazioni qualitative/judgmental che possono

modificare gli score risultanti dai profili quantitativi. Comune è anche l'identificazione prioritaria di un rating di partenza (il "Viability rating" di Fitch, il "Baseline credit assessment" di Moody's, il "Stand alone credit profile" di S&P's), che precede la considerazione di possibili "supporti" alla qualità creditizia della banca provenienti dal gruppo bancario di appartenenza o istituzioni pubbliche. Ancora, comune è "pesare" diversamente gli indicatori riferiti ai profili idiosincratici dell'istituzione valutata rispetto al giudizio sulle condizioni di rischio ambientale. Comune è anche considerare la strategia, la redditività, la patrimonializzazione e la liquidità come fattori che tra loro interagiscono nel determinare il rischio della banca.

Molte sono, tuttavia, le differenze. Innanzitutto, ogni criteria si apre con la definizione del perimetro di istituzioni a cui essi si applicano. La definizione di "banks" non è infatti identica nelle diverse agenzie e non coincide con le istituzioni qualificate come tali dal punto di vista giuridico nelle singole giurisdizioni. Una seconda rivelante differenza è la macrostruttura della sequenza, ovvero in quali fasi: a) si perviene all'issuer (emittente) rating rispetto all'issue (singola emissione) rating; b) si considera il "supporto" del gruppo bancario o delle istituzioni pubbliche; c) si coinvolgono gli elementi di contesto nel quale la banca opera. Altre aree di differenza riguardano la rielaborazione dei bilanci (per dare confrontabilità a poste valutate con criteri diversi, contenenti strumenti finanziari di diversa struttura e qualificazione nei diversi Paesi), gli specifici indici quantitativi considerati nella loro pesatura, le modalità di coinvolgimento dell'apporto judgmental degli analisti e dei membri del rating committee.

Per quanto concerne le analisi sul giudizio di rating, è utile esaminare l'approccio di Moody's. L'approccio di Moody's ha lo svantaggio di coinvolgere "presto" nella

sequenza di analisi (cioè prima di quanto facciano le altre agenzie) i profili specifici delle singole tipologie di strumenti di debito. Ciò significa mirare presto alla perdita attesa per l'investitore, anziché alla probabilità di default dell'istituzione debitrice. In particolare, una volta assegnato il "rating BCA" (Baseline Credit Assessment) indicativo della probabilità stand alone di fallimento dell'istituzione, si passa a valutare il supporto eventualmente ottenibile dalle altre unità del gruppo ("affiliati") considerando:

1. La "probabilità di supporto da parte del gruppo di appartenenza dell'istituzione valutata;
2. La "capacità" di questo di dare concreto supporto;
3. La "dipendenza" tra le varie unità del gruppo (a maggiore dipendenza corrisponde una minore capacità di supporto, perché i problemi di una unità sono probabilmente comuni alle altre unità del gruppo).

Si perviene in questo modo all'"Adjusted BCA", un rating che esprime la probabilità di default della banca dopo aver considerato l'eventuale supporto del gruppo di appartenenza. A questo punto la sequenza di Moody's prevede di considerare le specificità delle singole tipologie di debito e stimare la Basic LGF (Loss Given Failure; perdita data dal fallimento), abbandonando quindi la prospettiva della probabilità di default che a noi interessa, e prendendo la prospettiva delle perdite attese per l'investitore in uno specifico strumento di debito. Successivamente verrà considerato anche il possibile "supporto pubblico", che, molto ragionevolmente, si ritiene sia differenziato per le diverse tipologie di debito della banca. In sostanza, la parte dei criteri dell'analisi di

Moody's che a noi interessa è quella del Baseline Credit Assessment indicata nella figura

2

L'approccio complessivo di Moody's al rating dei debiti delle banche.

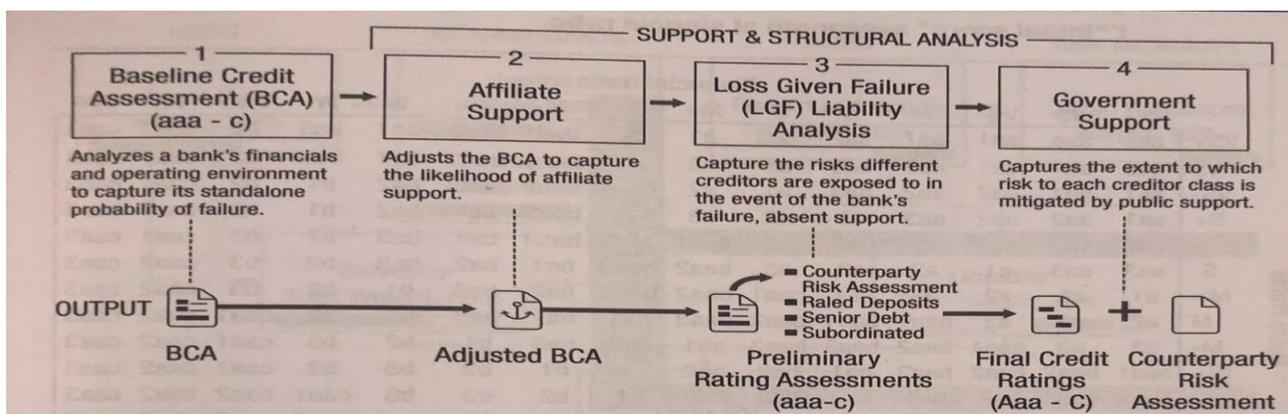


Figura 2; Fonte: *Moody's Investor Service. "Rating Methodology: Banks"*, 7 gennaio

2016.

Il cuore dell'analisi che conduce al Baseline Credit Assessment, indicativo come detto della probabilità stand alone di fallimento della banca, è sua volta indicato nella figura 3.

La struttura dell'analisi che conducono al BCA

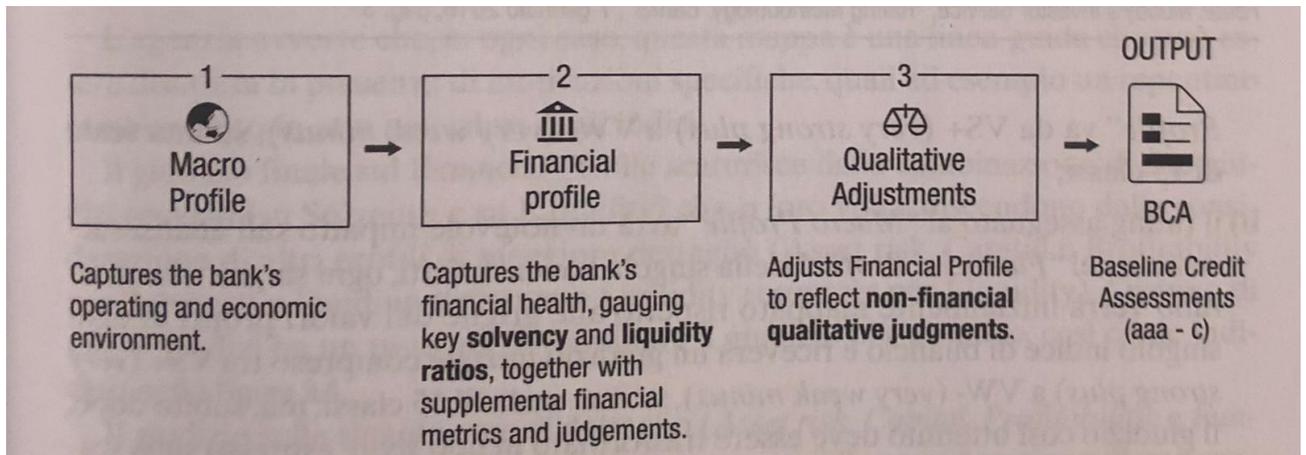


Figura 3; Fonte: *Moody's Investor Service. "Rating Methodology: Banks", 7 gennaio 2016*

Il primo step, che riguarda il Macro Profilo, concerne i fattori di sistema che secondo molti studi e secondo Moody's influenzano significativamente i tassi di default delle banche: si tratta di variabili macroeconomiche reali, finanziarie proprie del settore bancario, e di specifici assets, quali ad esempio quegli immobiliari. Il giudizio sul Financial Profile scaturisce dalla combinazione di due giudizi parziali (solvibilità e liquidità) che, a loro volta, discendono dalla considerazione di altri profili di maggiore dettaglio (Asset risk, Capital e Profitability per Solvency, e Funding structure e Liquidity resources per Liquidity). Ognuno di questi giudizi ha un peso nel determinare il giudizio più sintetico. L'ultimo step che conduce alla BCA è quello di adeguare il profilo finanziario per riflettere i giudizi qualitativi non finanziari.

2.5.3. LE VALUTAZIONI DEI SUPERVISORS.

Da sempre le Autorità di vigilanza sulle banche sviluppano analisi a distanza (cartolari) o on-site (ispezioni) volte a valutare le stabilità delle istituzioni vigilate. Il risultato di queste analisi è in buona misura riservato alle stesse Autorità e agli Organi di governo delle istituzioni vigilate. In parte, ma in misura sempre maggiore col passare del tempo, esso diviene patrimonio informativo disponibile anche al pubblico. Quest'ultima parte è, quindi, riutilizzabile in analisi di terzi soggetti indipendenti e privati; la parte riservata può essere di nostro interesse solo come espressione di un approccio metodologico che può ispirare il percorso di analisi di soggetti terzi solo in parte, in considerazione della diversa disponibilità di informazioni di partenza tra i supervisors e un terzo soggetto privato e indipendente.

A fine anni Settanta, negli Stati Uniti, le Autorità di vigilanza federali hanno sviluppato il “Camel Approach”. Il sistema deve il suo nome al fatto di essere fondato sull'analisi di cinque aree: Capital, Asset Quality, Management, Earnings e Liquidity. Successivamente è stata aggiunta una sesta area, la Sensitivity ai rischi di mercato, e l'acronimo è divenuto Camels. Talora è anche indicato come CELS, e i rating assegnati come “CELS ratings”. Tali rating sono giudizi espressi su una scala che va da 1 (migliore) a 5 (peggiore). L'informazione sia qualitativa che quantitativa, sia pubblica che acquisita in via riservata, sia ottenuta attraverso le comunicazioni di vigilanza standard e periodiche che attraverso le ispezioni sul campo, viene rielaborata con un processo semi-strutturato di scores quantitativi e complementi qualitativi, mirati ad assegnare giudizi di sintesi prima delle singole aree (quelle appunto dell'acronimo) e poi all'istituzione bancaria vigilata nel suo complesso.

Il Camel approach ha ispirato le logiche di analisi delle Autorità di tutto il mondo per decenni. Più di recente, la struttura delle valutazioni di vigilanza è stata meglio codificata a livello internazionale nell'ambito della normativa nota come Basilea 2, il cui secondo pilastro fa riferimento a una attività di vigilanza che, superando i confini del calcolo algoritmico dell'adeguatezza del capitale (definito nel primo pilastro) e l'ambizione di una regolamentazione applicabile in modo uniforme a tutte le banche, approfondisce anche su base individuale l'adeguatezza del patrimonio e dei processi gestionali delle singole banche in relazione alle loro specifiche strategie.

Tale processo di controllo prudenziale (Supervisory Review Process-SPR) si articola in due fasi integrate. La prima è rappresentata dal processo interno di determinazione dell'adeguatezza patrimoniale (Internal Capital Adequacy Assessment Process - ICAAP) e di liquidità (Internal Liquidity Adequacy Assessment Process - ILAAP) e fa capo alle banche, le quali effettuano annualmente un'autonoma valutazione della propria adeguatezza, attuale e prospettica, in relazione ai rischi assunti e alle strategie aziendali, estendendo l'analisi non solo ai "rischi di Primo Pilastro" (quelli creditizi, di mercato e operativi) ma anche a tutti gli altri rischi. Pertanto, il perimetro dei rischi comprende quantomeno: il rischio di credito e di controparte, inclusivi del rischio di concentrazione, del rischio-Paese e dei rischi residui (da cartolarizzazione e da incertezza sui tassi di recupero sui crediti); i rischi di mercato, inclusivi del rischio di posizione, di regolamento e di concentrazione sul portafoglio di negoziazione; i rischi finanziari del banking book, inclusivi dei rischi da tasso di interesse e tasso di cambio; i rischi operativi, inclusivi del rischio legale, rischio ICT e model-risk; i rischi strategici e reputazionali; i rischi su partecipazioni non integralmente consolidate; i rischi su immobili di proprietà; i rischi assicurativi.

La seconda fase consiste nel processo di revisione e valutazione prudenziale (Supervisory Review and Evaluation Process - SREP) ed è di competenza dell'Autorità di vigilanza, che riesamina l'ICAAP e l'ILAAP e formula un giudizio complessivo sulla banca utilizzando il "risk assessment system" (RAS).

A seguito della crisi finanziaria del 2008, è emersa poi l'esigenza di uno specifico documento programmatico (divenuto nei fatti un vero e proprio processo aziendale) che definisca ex ante l'appetito al rischio della banca. Oggi, le strategie di assunzione dei rischi sono riassunte nel Risk Appetite Framework (RAF), approvato dagli Organi di governo della banca. Il RAF è mirato a garantire che le attività di assunzione del rischio rimangano in linea con le aspettative degli azionisti. La definizione di Risk Appetite Framework è un processo complesso guidato in genere dal Chief Risk Officer, che prevede una stretta interazione con il Chief Financial Officer ed i responsabili delle varie Business Unit, e si sviluppa in coerenza con i processi di ICAAP, ILAAP e Recovery plan. Esso costituisce anche la cornice di rischio all'interno del quale viene sviluppato il Budget e il piano industriale. In questo modo si garantisce coerenza tra la strategia e la politica di assunzione dei rischi e il processo di Budget e Pianificazione. Al fine di definire il livello di propensione al rischio che la banca ritiene di assumere, occorre valutare i rischi, anche con scenari di stress, identificare indicatori di preallarme e definire presidi attraverso l'articolazione di limiti ad hoc, processi gestionali e azioni di mitigazione da porre in essere. In genere, tra i key performance indicators (KPI) non mancano mai i ratio patrimoniali target, i rating esterni obiettivo e la volatilità massima dei profitti. Il recovery plan è, invece, un requirement ancora più recente. Si tratta di un piano di risanamento che possa guidare una banca nel caso di situazioni di crisi, richiesto dalla direttiva europea BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive, direttiva

n.2014/59/EU) e dai relativi decreti attuativi (D.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 e D.lgs. 16 novembre 2015, n. 181). L'obiettivo del piano deve essere quello di risanare la banca riportandola in una situazione di normalità e, pertanto, sempre tenendola nella situazione cosiddetta going concern (ossia prima dell'intervento del Resolution Plan e delle resolution actions). Anche questo piano richiede innanzitutto di individuare i principali fattori di rischio a cui è esposta la banca nei diversi ambiti operativi e disporre di un sistema di misurazione dei rischi in condizioni di normalità e di stress. Il Recovery Plan è di norma integrato nella gestione della banca utilizzando il più possibile i medesimi strumenti di misurazione. Purtroppo, l'insieme dei documenti richiesti alle banche dalle Autorità di vigilanza o prodotti da queste ultime nell'ambito della loro attività di supervisione, nonché l'importante contraddittorio valutativo tra vigilante e vigilato, rappresentano un processo riservato bilaterale tra il singolo istituto e l'Autorità di vigilanza. Solo in piccola parte esso è reso pubblico. Inoltre, il risultato di tale contraddittorio valutativo può essere l'attivazione, ove necessario, di misure correttive di tipo organizzativo, metodologico, strategico; possono giungere anche alla richiesta di un aumento dei coefficienti minimi di patrimonio riferiti specificamente a una singola banca.

Il recepimento in Italia del Secondo Pilastro di Basilea 2 è rinvenibile nelle metodologie di analisi e nei criteri di valutazione definiti nel Sistema di Analisi Aziendale (SAA), che costituisce il principale strumento a supporto delle attività dello SREP secondo le circolari della Banca d'Italia. Esso consente di apprezzare l'esposizione ai rischi e l'adeguatezza dei relativi fattori di controllo nonché dei presidi organizzativi, patrimoniali ed economici, per giungere alla formulazione del giudizio complessivo. Sulla base di specifici "schemi di analisi", formano oggetto di valutazione:

- a. Le aree di rischio (strategico, credito, mercato-incluso il rischio di controparte-, liquidità, tasso d'interesse, operativo e di reputazione);
- b. I profili trasversali (sistemi di governo e di controllo, redditività, adeguatezza patrimoniale).

Il giudizio attribuito scaturisce:

- Per le aree di rischio, dalla combinazione delle valutazioni assegnate all'esposizione del rischio (aspetto quantitativo) e all'adeguatezza degli specifici presidi organizzativi (aspetto qualitativo);
- Per i profili trasversali, dall'analisi qualitativa per il sistema di governo e di controllo, da quella quantitativa per la redditività e l'adeguatezza patrimoniale.

L'esposizione ai rischi e l'adeguatezza del reddito e del patrimonio sono valutate sulla base degli schemi di analisi, i quali sono alimentati prevalentemente dall'enorme mole di informazioni delle "segnalazioni di vigilanza" e generano il punteggio "automatico". Per quanto riguarda il punteggio complessivo, esso è assegnato alla banca secondo una scala a quattro livelli e ad ognuno di questi livelli è assegnato un giudizio di sintesi: 1 Favorevole, 2 Parzialmente Favorevole, 3 Parzialmente Sfavorevole, 4 Sfavorevole. Nell'attribuzione del punteggio complessivo, occorre tenere anche conto, in sede di analisi a distanza, delle valutazioni espresse in recenti accertamenti ispettivi. A loro volta, le informazioni raccolte dalla vigilanza cartolare rappresentano il punto di partenza delle pre-analisi del processo ispettivo.

Quest'ultimo processo, il processo delle valutazioni ispettive, è articolato secondo "Percorsi di analisi" (PdA), strettamente integrati con quelli del processo di valutazione e revisione prudenziale: i contenuti dei Percorsi sono coerenti con quelli degli "schemi di analisi", gli ambiti di indagine e i criteri di valutazione sono i medesimi, identica è l'articolazione del giudizio complessivo. Alla natura "riservata" del Secondo Pilastro e delle Segnalazioni di Vigilanza si contrappongono la natura e la missione del Terzo Pilastro di Basilea 2. Il Terzo Pilastro richiede una estesa analitica informativa pubblica da parte delle banche sulla gestione e, in particolare, sull'adeguatezza della loro patrimonializzazione; molto più dettagliata e articolata di quanto previsto dalle norme di bilancio. La finalità del Terzo Pilastro è quella di mettere in grado il mercato di analizzare meglio le banche e penalizzare quelle più rischiose e, per questa via, di incentivarle nella direzione di comportamenti più virtuosi. Dunque, le norme di Terzo Pilastro rappresentano la conferma dell'importanza del mercato come regolatore dei sistemi capitalistici, anche nel settore finanziario e, al contempo, rappresentano il riconoscimento dei forti limiti delle norme contabili nel mettere in grado il mercato di percepire l'effettiva rischiosità di una banca.

Anche il valutatore, il cui fine è la stima del valore dell'equity della banca, deve usufruire di questa base informativa aggiuntiva e diviene parte attrice della "disciplina di mercato" ricercata dalle Autorità di vigilanza. Tuttavia, occorre tenere presente che nel terzo pilastro non c'è una valutazione sintetica della banca, bensì una serie di informazioni utili alla valutazione, tra le quali i ratios di Primo Pilastro relativi all'adeguatezza patrimoniale e ai singoli rischi.

CAPITOLO 3.

INTRODUZIONE.

Nella valutazione del capitale economico delle banche crescente rilievo ha assunto l'applicazione di metodi finanziari di derivazione anglosassone, in contrapposizione ad approcci tradizionali, e ormai sostanzialmente superati, tesi a valorizzare su basi empiriche componenti strutturali quali ad esempio la reti di sportelli o le masse amministrative. Valutazioni di tipo puramente patrimoniale, volte a stimare attivi e passivi della banca a fair value, sono invece ancora richiamate in letteratura, ma esse hanno valenza essenzialmente in una prospettiva liquidatoria.

La peculiarità dei processi produttivi di tipo finanziario, e segnatamente dei processi produttivi caratteristici della banca, nonché la rilevanza per ampiezza e profondità del contesto normativo di riferimento, si riflettono nei modelli di valutazione del capitale economico delle banche. Tali modelli, pur coerenti con gli approcci teorici più accreditati e applicabili all'universo delle imprese, devono necessariamente essere adattati affinché possano recepire le informazioni tipicamente rilevanti in ambito settoriale, così rinunciando, ove necessario o opportuno, alla rigida applicazione di quegli aspetti dei processi valutativi che potrebbero risultare incoerenti o addirittura distorsivi rispetto al fine ultimo della stima del valore di un soggetto operante nel settore finanziario.

Risulta di immediata evidenza una prima importante differenza fra l'impresa bancaria e l'impresa industriale/commerciale. Per l'impresa bancaria, quanto meno nella sua configurazione tradizionale di banca operante nella raccolta e nell'impegno del risparmio, le passività finanziarie non possono essere considerate sostanzialmente estranee alla gestione caratteristica. Al contrario, per lo più costituiscono la necessaria "materia prima"

che alimenta il processo produttivo base, che consiste nell'intermediazione creditizia e quindi nell'attività di raccolta e impiego del denaro. Tale semplice contestazione sembra sufficiente per ritenere che nella valutazione delle banche potrebbe risultare incoerente l'applicazione di un approccio volto alla stima di un enterprise o Firm Value, vale a dire la stima del valore complessivo degli asset aziendali, dai quali sottrarre il debito in essere per pervenire alla stima del valore dell'equity e quindi eventualmente dell'azione. Non si vuole affermare che ciò sia tecnicamente impossibile; piuttosto è diffuso il convincimento, largamente condivisibile, che i flussi monetari rilevanti nel modello finanziario debbano considerarsi al netto del costo del debito, quindi se mai ponendo enfasi in primis sull'aggregato costituito dal margine d'interesse e nella prospettiva della stima di un equity value. Piuttosto che stimare i flussi di cassa disponibili nella versione FCFE (free cash flow to equity) da attualizzare al costo medio ponderato del capitale (WACC), dovrebbero invece preferibilmente stimarsi i flussi di pertinenza degli azionisti (Dividenti attesi o free cash flow to equity, FCFE) da attualizzare al costo dell'equity (K_e).

L'attività bancaria abbraccia in realtà una pluralità di business, oltre all'operatività tradizionale, nei quali, o in alcuni dei quali, la banca può trovarsi impegnata. Si pensi ad esempio alle attività di investment banking e di asset management/private banking, eventualmente per il tramite del controllante nell'ambito del gruppo bancario, ove la funzione del debito è ben diversa da quella che esso riveste nell'attività di intermediazione creditizia ordinaria. In tal senso risulta plausibile che la valutazione di tali attività, o società del gruppo, possa richiedere approcci specificatamente orientati a catturare i driver del valore rilevanti in quelle aree di business e i rischi tipici.

Si è accennato nei capitoli precedenti, in particolare nel primo, che le banche operano in un “ambiente” ove è dominante e pervasiva la presenza di una normativa regolamentare che vincola in vario modo l’operatività. È evidente che ciò non può non riflettersi sulle prospettive economiche-finanziarie dei soggetti vigilati; in sede di valutazione del capitale economico, quindi, dovrà tenersi conto dei vincoli esistenti e soprattutto dovranno stimarsi gli effetti di eventuali cambiamenti attesi nel contesto regolamentare. Tra i profili normativi di maggior rilievo ai fini in discussione devono ricordarsi i requisiti in termini di capitale regolamentare, che condizionano le capacità di potenzialità di crescita della banca e le riconducono comunque alla capacità della banca stessa di accompagnare lo sviluppo dei rischi con le coperture patrimoniali richieste dalla normativa di vigilanza o con quelle eventualmente più elevate ritenute coerenti con la propensione al rischio e con gli obiettivi di rating.

3.1. IL DIVIDEND DISCOUNT MODEL.

Nella valutazione delle imprese non finanziarie l'approccio analitico volto a stimare il valore dell'equity, quanto meno con riferimento ad un periodo di previsione esplicita, richiede innanzitutto la stima dei FCFE, vale a dire i flussi di cassa netti dopo le imposte che residuano tenuto conto del reinvestimento in capitale circolante operativo e in capitale fisso, al netto del servizio del debito.

Tuttavia, per le ragioni sopra accennate, il suddetto approccio, quanto meno nella versione "ortodossa", mal si presta alla valutazione della banca e da ciò sembra derivare, nella letteratura in argomento e ai fini in oggetto, una rivalutazione dei modelli sintetici basati sull'attualizzazione dei dividendi (Dividend Discount Model, DDM), generalmente ritenuti di minore affidabilità nelle valutazioni d'azienda rispetto a quelli basati sulla stima analitica dei flussi di cassa (Discounted Cash Flow).

La nota formula generale e primaria del DDM [1] riflette l'ipotesi di una durata illimitata dalla società oggetto di valutazione e quindi potenzialmente della sua capacità di distribuire dividendi. Il valore dell'equity della banca (W) è pari al valore attuale dei dividendi attesi, scontati in base al costo dei mezzi propri (cost of equity).

$$W = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+Ke)^t} \quad [1]$$

Con DIV_t = dividendi attesi per l'anno t.

Occorre subito sottolineare che, se è pur vero che a più elevati dividendi attesi corrisponde un maggior valore del capitale economico della banca, non può dirsi altrettanto con riferimento al tasso di distribuzione dei dividendi, vale a dire al rapporto fra dividendi e utili netti (payout ratio): a elevati payout corrispondono infatti bassi tassi di crescita,

poiché gli utili sono distribuiti agli azionisti anziché reinvestiti per lo sviluppo dell'attività.

Nel caso possa assumersi un tasso di crescita costante dei dividendi secondo il fattore “g” (non superiore al tasso di crescita dell'economia nel suo complesso, in particolare $K_e > g$), la sommatoria è sintetizzata nella Formula di Gordon [2].

$$W = \frac{DIV_1}{K_e - g} \quad [2]$$

Diverso il caso in cui si ritenga che la società possa essere interessata da una “crescita elevata e costante”, ma straordinaria, secondo un fattore “g” per “n” anni e successivamente da una crescita stabile in perpetuo in base ad un fattore $g_n < g$ (modello a due stadi), che K_e debba distinguersi per i due periodi nei valori $K_{e,hg}$ (high growth) e $K_{e,st}$ (crescita stabile), con $K_{e,hg} > K_{e,st}$ secondo l'ipotesi che nel periodo di elevata crescita il Beta assuma valori più elevati (si ipotizzi il CAPM per il calcolo del cost of equity) rispetto al periodo di crescita stabile, e che nel lungo periodo la maturità dell'impresa e del business conducano il Beta a convergere verso l'unità. In tali circostanze, il valore W può essere espresso come la sommatoria del valore attuale dei dividendi nel periodo di crescita straordinaria e il valore attuale dei dividendi nel periodo di crescita stabile, a sua volta sintetizzata ancora nella formula di Gordon per la stima di questa componente del valore del Terminal Value (TV).

$$W_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+K_{e,hg})^t} + \frac{DIV_{n+1}}{(K_{e,st} - g_n)(1+K_{e,hg})^n} \quad [3]$$

Ove il primo addendo, essendo il valore attuale di una rendita pari a DIV_1 temporanea a rate variabili in progressione geometrica di ragione $1+g$, può essere riscritto:

$$\frac{DIV_1 \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+Ke, hg)^n} \right]}{Ke, hg - g}$$

Nelle stime del valore dell'equity delle banche, ma non solo, con il DDM a due stadi, relativamente al primo stadio (di regola 3-5 anni), si procede di regola a stimare analiticamente i dividendi futuri (compatibili con gli equilibri patrimoniali prospettici), piuttosto che ipotizzare una crescita in base ad un certo tasso "g" predefinito.

Occorre ora considerare che, nel modello DDM base ad unico stadio, se si assume che anche gli utili (E) crescano allo stesso tasso "g", quindi $E_{t+1} = E_t (1+g)$, e inoltre che, se assumiamo BV_1 (Book Value; valore di libro) = $BV_0 (1+g)$, poiché è vero che $BV_1 = BV_0 + E_1 - DIV_1$, si può riscrivere, con pochi passaggi: $DIV_1 = E_1 - gBV_0$, conseguenza dell'ipotesi che BV cresca secondo il tasso "g". Il che significa: $DIV_1/E_1 = 1 - gBV_0/E_1 \rightarrow p = 1 - g/ROE$, ove p = tasso di distribuzione dell'utile o payout ratio. Anche questa è in realtà una condizione necessaria, posta l'ipotesi a monte di una crescita di E e di DIV secondo il tasso "g". È sottesa la condizione secondo la quale il ROE atteso è costante, in quanto sia E, sia BV crescano in base al tasso "g". D'altra parte, la diversa ipotesi secondo la quale E cresca più o meno di BV conduce a lungo termine, rispettivamente, a un ROE che tende a ∞ oppure a zero. Quindi, fatte queste premesse:

$$DIV_1 = E_1 - g BV_0,$$

e più in generale

$$DIV_t = E_t - g BV_{t-1}$$

Ove: BV= Book Value.

Vale a dire che anche BV cresca allo stesso tasso “g”, nel suddetto modello base sostituendo a DIV_1 l’espressione $E_1 - g BV_0$, si ottiene la formula valutativa ROE/COE (cost of equity; K_e) o metodo WEV (Warranted Equity Valuation):

$$W = BV_0 (ROE - g) / (K_e - g)$$

$$[\text{con payout costante} = p = 1 - g \text{ } BV_0 / E_1 = 1 - g / ROE]$$

Tale formulazione esprime il valore di una banca (apparentemente) in funzione del ROE atteso e del valore di libro iniziale e, come precisato, risulta del tutto coerente con il modello di crescita stabile dei dividendi nell’ipotesi che DIV, E, BV, e RE (retained earnings) crescano secondo lo stesso fattore “g”.

Un aspetto da considerare è che il metodo WEV, derivato dal modello di Gordon di cui costituisce una diversa rappresentazione formale, si fonda sull’ipotesi “tradizionale” secondo la quale il patrimonio netto contabile BV possa crescere, prescindendo da eventuali operazioni sul capitale, soltanto in funzione degli accantonamenti iscritti a riserva di utili netti iscritti a Conto economico. I modelli considerati - DDM puro, oppure ROE/Cost of equity - impongono però sempre una valutazione di coerenza tra dividendi attesi, payout e crescita del patrimonio netto, soprattutto nel caso delle banche, ove quest’ultima deve risultare anche coerente con lo sviluppo dei rischi, quindi dei Risk Weighted Assets (RWA), dei requisiti patrimoniali regolamentari e dei target capital

ratio. A titolo esemplificativo, se $p = 1 - g / \text{ROE}$, ne consegue che stime su p e su g consentono una stima del ROE implicito: $\text{ROE implicito} = g/(1-p)$. Se si ritiene che il ROE implicito stimi in realtà per eccesso (sopravvaluti) il ROE realisticamente conseguibile della banca, occorrerà rivedere al ribasso la stima di p e/o quella di g . Nel modello a due stadi l'equity value, sulla base dell'analisi sopra svolta e utilizzando l'approccio ROE/COE (cost of equity) per la stima del TV, può essere così esplicitato:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{Et - gBV_{t-1}}{(1 + Ke, hg)^t} + \frac{BV_n}{(1 + Ke, hg)^n} * \frac{ROE^* - g_{st}}{Ke - g_{st}}$$

Con ROE^* = redditività sull'equity attesa per il periodo di crescita stabile a partire dall'esercizio $n+1$.

Come si è chiarito, nel modello a uno stadio, con “ g ” desunto da “ p ” e dal ROE, la valutazione non può quindi prescindere da una considerazione dello sviluppo degli RWA per apprezzare la compatibilità fra “ g ” (che esprime anche la crescita di BV) e la dinamica dei requisiti patrimoniali. Ciò richiede l'esistenza di un piano industriale analitico (e realistico, comunque da sottoporre a vaglio critico nell'ambito del processo estimativo), per quanto questo copra di regola non più di un triennio. Così pure, e a maggior ragione, nel modello a due o più stadi, nel quale riveste specifico ruolo un periodo di previsione esplicita da valori economici e patrimoniali che dovranno trovare fondamento proprio nel piano industriale.

Se non può essere smentita la necessaria compatibilità tra i tre parametri in oggetto e i vincoli/target patrimoniali, in pratica risulta assai arduo poterne tenere conto in modo analitico. Nel modello a uno stadio si potrà piuttosto accertare l'esistenza alla data di

valutazione di un eventuale deficit/surplus di capitale (fondi propri, nella terminologia della normativa di vigilanza), integrando la formula valutativa con il relativo sottraendo/addendo (DDM con Deficit/excess capital). Il modello presuppone d'altra parte che tutti i valori patrimoniali crescano in base al fattore "g", sicché si assume implicitamente che quella capitalizzazione della banca, ritenuta "adeguata", rimanga poi costante nel tempo in rapporto al totale dell'attivo.

Nei modello a due o più stadi una stima degli RWA, e quindi dei fabbisogni di capitale nel periodo di previsione analitica, potrà risultare supportata dal piano industriale (se disponibile dall'analista) nei limiti della copertura temporale dello stesso; sarà lo stesso piano industriale che dovrà confermare quella compatibilità fra redditività, crescita degli aggregati patrimoniali e politica dei dividendi. Anche in tal caso potrebbe riscontrarsi la presenza di un surplus/deficit iniziale di capitale, che dovrà integrare la formula valutativa così come sopra annotato per il modello a uno stadio. Ma nella stima del Terminal Value, per la quale si utilizza per lo più il modello di Gordon esposto mediante la formula valutativa sintetica $W = BV (ROE-g)/(Ke-g)$, non risulta possibile confermare analiticamente il soddisfacimento prospettico dei (vigenti) vincoli/target patrimoniali, potendo semmai soltanto accertarsi che il payout implicito nei parametri ROE e g (si ricorda, $p = 1-g / ROE$) sia coerente con una ragionevole politica dei dividendi, sufficientemente allineata con il payout storico, con quello che emerge dalle stime relative al periodo di previsione esplicita, con il payout di settore. Anche in tal caso valgono tuttavia le considerazioni precedenti riferite al modello ad uno stadio, secondo le quali si assume che tutti i valori patrimoniali crescano in base al fattore "g", sicché si stima che la capitalizzazione della banca, ritenuta "adeguata" al termine del periodo di previsione esplicita, rimarrà poi costante nel tempo in rapporto al totale dell'attivo.

Si noti come tra gli input utilizzati per l'applicazione dei modelli discussi non vi è la previsione di futuri aumenti di capitale volti ad accompagnare la crescita. Ciò è coerente con la prospettiva dell'analisi, che mira alla stima dell'equity value della banca inteso come valore stand alone, sulla base delle risorse organizzative e di capitale disponibili e di quelle che la banca sarà in grado di generare internamente in condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale. Quindi senza considerare eventuali futuri deficit di capitale cui dare prospettivamente copertura mediante aumenti di capitale che saranno, a meno di circostanze eccezionali e non prevedibili, nella discrezionalità degli azionisti e connessi ai futuri piani industriali che non possono essere anticipati.

Conclusivamente sugli approcci riconducibili al modello DDM, è necessario formulare alcune ulteriori considerazioni.

È stato opportunamente sottolineato che il limite, piuttosto evidente, del modello in esame, nella sua formulazione originale, consiste proprio nel fondare il valore sul flusso dei dividendi che si può ritenere che saranno effettivamente distribuiti agli azionisti. Sicché nel caso limite, per quanto teorico, di un payout nullo a regime, l'equity value sarebbe pari a zero e comunque, sotto il profilo del valore, sarebbero penalizzate le banche che esprimono una politica dei dividendi restrittiva, per decisione dell'azionista e/o sotto la pressione variamente vincolante dell'Autorità di vigilanza.

Il modello DDM va quindi opportunamente reinterpretato, come di fatto è ormai reinterpretato nella prassi professionale, enfatizzando la nozione di "dividendi distribuibili", con il solo vincolo del rispetto dei requisiti di capitale regolamentare o dei più elevati ratio target, che quindi prescindono dalla politica dei dividendi, peraltro potenzialmente mutevole nel tempo, e da una stima dei correlati flussi monetari a

beneficio degli azionisti. La stima dell'equity value diviene quindi certamente più impegnativa, dovendosi stimare la crescita degli RWA, dei connessi assorbimenti patrimoniali, della necessaria ritenzione di utili e per differenza del payout potenziale: una stima che è difficilmente compatibile con il modello di Gordon, in quanto modello sintetico a uno stadio.

Nel caso delle banche risulta quindi senz'altro preferibile ricorrere al modello a due stadi, che prevede previsioni analitiche per un certo numero di anni coerentemente con la pianificazione finanziaria aziendale, quindi proprio la possibilità di stimare, quanto meno per il relativo periodo, gli aggregati sopraprecisati necessari per dedurre i dividendi distribuibili. Il Terminal Value svilupperà poi proiezioni sulla base di un tasso di crescita degli aggregati economici e patrimoniali (compresi gli RWA) e di dividendi potenziali ritenuti sostenibili a lungo termine, ferma la necessaria compatibilità "g", "ROE" e "p".

Le considerazioni da ultimo svolte sembrano condurre naturalmente ad un secondo modello per la stima dell'equity value, nel quale il grado di analiticità richiesto dalla stima (relativamente al periodo di previsione esplicita) è ben più elevato, ma che dovrebbe far emergere un valore identico a quello ottenibile mediante il DDM a due stadi sulla base dei dividendi distribuibili, ove eventuali differenze possono giustificarsi soltanto per la diversa "precisione" con cui i flussi monetari sono stimanti nei due diversi approcci. Si tratta del Free Cash Flow to Equity Model, ossia di un modello che si fonda sulla stima dei flussi di cassa distribuibili per gli azionisti, i quali, si comprende, coincidono di fatto con i dividendi distribuibili e sono sinonimo di questi ultimi.

3.2 IL FREE CASH FLOW TO EQUITY MODEL.

Come accennato, nella valutazione delle banche un modello alternativo, di tipo analitico, al DDM sposta definitivamente l'attenzione sui flussi di cassa disponibili per gli azionisti (Free Cash Flow to Equity Model), o dividendi potenziali, senza alcun riferimento alla policy seguita in termini di payout.

Questo approccio è sovente preferito nelle stime dell'equity value di imprese operanti in qualsiasi settore, se si considera che il DDM nella sua formulazione originaria pone l'enfasi su flussi che riflettono specifiche politiche di remunerazione (payout). In tal modo la stima del valore potrebbe risultare non affidabile, ad esempio nel caso di imprese in forte crescita che scelgano di reinvestire in larga misura gli utili piuttosto che distribuirli agli azionisti (growth companies): nella valutazione con il DDM per queste imprese potrebbe non disporsi di elementi idonei a far emergere un significativo valore del capitale economico.

Con il FCFE model applicato alle imprese non finanziarie i flussi di cassa annui sono quindi stimati analiticamente, per il periodo di previsione esplicita, a partire dal cash flow generato dalla gestione e al netto delle variazioni degli investimenti in capitale circolante e in capitale fisso, come pure al netto dei flussi relativi all'indebitamento (servizio del debito):

$$\text{FCFE} = \text{utile netto} \pm \text{costi e ricavi non monetari} - \text{investimenti netti in capitale circolante operativo} - \text{investimenti fissi netti} + \text{variazione attesa dell'indebitamento}$$

Pertanto, va detto che le difficoltà di una rigorosa applicazione del FCFE Model alle imprese non finanziarie hanno indotto ad utilizzare per lo più il FCFF Model (Free Cash

Flow to Firm), un approccio quindi Asset Side volto a stimare dapprima l'Enterprise Value e successivamente l'Equity Value, sottraendo o sommando la Posizione Finanziaria Netta negativa o positiva. Quando oggetto di stima è l'equity value della banca, sovente si è però ritenuto di poter riconsiderare il modello FCFE per tener conto che, essendo la banca un soggetto vigilato e tenuto al rispetto dei livelli minimi di capital ratio, i flussi distribuibili agli azionisti dovranno risultare coerenti con i suddetti minimi o meglio con i più elevati ratio target fissati dal capital management della banca in funzione del rating desiderato. Si tratta, in realtà, di un profilo che dovrebbe risultare significativo nelle stime aventi ad oggetto aziende operanti in qualsiasi settore, ma che nelle banche assume una particolare rilevanza per le ragioni accennate.

Nel caso delle banche, il FCFE (inteso come flusso distribuibile) viene sinteticamente rappresentato come segue, in una configurazione specificatamente rilevante per gli intermediari bancari e diversa rispetto a quella utilizzata per le imprese non finanziarie:

$$\text{FCFE} = \text{utile netto} \pm \text{variazione programmata dei fondi propri (ex patrimonio di vigilanza)}$$

La dinamica dei flussi di cassa distribuibili, secondo i casi, rifletterà modelli sintetici del tipo steady state, quindi flussi costanti nel tempo, oppure growth state, sulla base di date ipotesi di crescita dell'attività e dei volumi. Particolarmente, ma non soltanto, in casi di discontinuità strategica e operativa, sarà necessario effettuare previsioni analitiche a partire dai piani industriali della banca, al fine di stimare specificatamente le dinamiche delle principali voci economiche e patrimoniali, quanto meno con riferimento al periodo esplicito di previsione sull'orizzonte di piano.

Il modello FCFE viene solitamente descritto in forma sintetica dal seguente algoritmo, che esplicita la condizione iniziale di eccedenza o carenza di capitale regolamentare:

$$W = \text{Excess/Deficit Capital}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+K_e)^t} + \frac{TV}{(1+K_e)^n}$$

Dove:

Excess/Deficit Capital₀ = surplus (addendo) o deficit (sottraendo) patrimoniale al momento della valutazione rispetto al requisito in termini di capitale regolamentare, secondo l'accezione pro tempore vigente e più rilevante nel contesto della stima

F_t = saldo dei flussi in entrata ed uscita dell'anno t (posto convenzionalmente pari all'utile dell'esercizio, al netto però degli accantonamenti necessari per il soddisfacimento dei requisiti di capitale)

n = numero di anni di previsione esplicita

K_e = costo dell'equity

TV = Terminal Value, stimato sulla base di un flusso distribuibile, valutato come sostenibile a lungo termine, eventualmente crescente secondo un fattore di crescita "g"

L'Excess rappresenta la quantità di risorse patrimoniali assimilabili ad equity che la banca potrebbe teoricamente distribuire immediatamente agli azionisti e può quindi essere considerata una riserva di valore di cui tener conto nella valutazione di una banca.

Essendo già "disponibile" al momento della valutazione, l'Excess capital non necessita di essere attualizzato. Questa componente generalmente assumerà valori positivi, ma potrebbe anche avere un valore negativo, in caso di Deficit patrimoniale della banca; in queste circostanze rappresenta l'aumento di capitale che gli azionisti dovrebbero effettuare per consentire alla banca di poter continuare ad operare e costituisce un importo che deprime il valore nella prospettiva dell'equity value.

Per quanto sia diffuso e accettato, questo approccio (anche ove si utilizzi il DDM), comportando la distinta considerazione di un addendo quale Excess Capital, ove presente, che possa essere astrattamente restituito agli azionisti, adotta un'impostazione teoricamente non convincente, poiché l'ipotesi di distribuzione di tale eccedenza di capitale è del tutto irrealistica. Piuttosto, di tale eventuale surplus si dovrebbe tenere conto nella stima dei flussi distribuibili: la crescita dei volumi, dei rischi, quindi dei requisiti patrimoniali, non comporterebbe in tale circostanza nuovi fabbisogni di capitale regolamentare (o di capitale rispetto a più elevati target gestionali), a riduzione del flusso distribuibile, fino al riassorbimento dell'eccedenza iniziale. Nella valutazione di istituzioni finanziarie (e non solo) occorre tuttavia adottare soluzioni praticabili, piuttosto che mirare necessariamente ad una teorica precisione potenzialmente fonte di più rilevanti errori di stima. Diversamente, in caso di Deficit di capitale rispetto ai minimi previsti dalla normativa di vigilanza, questo dovrebbe essere immediatamente coperto e considerato nella stima quale flusso negativo in una prospettiva equity side, non potendo la banca risultare non compliant con la suddetta normativa.

Analogamente a quanto avviene per il periodo di previsione esplicita, il flusso finanziario considerato per il calcolo del valore terminale dovrebbe tenere conto dei possibili effetti delle variazioni degli assorbimenti patrimoniali connessi ai nuovi impieghi (generati in perpetuo) in modo coerente con il tasso della crescita nominale attesa:

$$TV = E (1-RR) / (Ke-g)$$

Dove:

E = risultato netto armonizzato

RR = retention ratio coerente con il tasso di crescita.

Nella valutazione dell'equity value della banca la comprensibile rinuncia ad una esplicita stima dei flussi netti di cassa per reinvestimenti in capitale fisso e circolante, a beneficio dell'approccio apparentemente semplificato descritto, non deve indurre a ritenere che si sia in presenza di un diverso modello che enfatizza il ruolo del capitale. Anche nelle imprese non finanziarie, infatti, si pone (piuttosto, dovrebbe porsi) una problematica di adeguatezza patrimoniale e quindi di una equilibrata struttura finanziaria che accompagni la crescita degli aggregati economici e patrimoniali. Ciò che caratterizza però la gestione bancaria è la presenza di regole che definiscono i minimi di patrimonio (di vigilanza), sicché i surplus/deficit patrimoniali possono essere stimati con maggiore oggettività, sia tenendo conto di quei minimi e delle risultanze dell'ICAAP (Internal Capital Adequacy Assessment Process), sia considerando gli eventuali più ambiziosi obiettivi di capital ratio che la banca si è data. Si comprende quindi che, nella prospettiva estimativa dell'equity value della banca, si ritenga opportuno esplicitare una problematica, quella del capitale e quindi della struttura finanziaria, che, pur essendo sempre rilevante nel modello FCFE (come pure nel DDM), rimane relativamente in ombra nelle applicazioni alle imprese non finanziarie.

Va però richiamata un'avvertenza per la corretta applicazione del modello: la rilevazione, quindi il computo, del surplus/Deficit iniziale di patrimonio influenza la stima dei flussi di cassa per il periodo esplicito di previsione, come pure il terminal value. Ad esempio, nel caso di surplus iniziale, del capitale regolamentare, l'ipotesi implicita di una (potenziale) restituzione agli azionisti di tale surplus ha effetti negativi sul flusso di cassa stimato, dovendosi prevedere la sostituzione di capitale con debito a parità di prospettive di crescita degli attivi patrimoniali, e quindi una contrazione del margine di intermediazione. Se non si procede in tal senso, si duplica l'effetto sull'equity value di

tale surplus, considerandolo con segno positivo sia come excess capital iniziale, sia, in prospettiva, come elemento amplificatore del margine. Analogamente, nel caso più raro, in quanto riflesso della violazione di una norma cogente, di deficit iniziale regolamentare, l'implicita ipotesi di una necessaria iniezione di mezzi patrimoniali avrà effetti positivi sui flussi di cassa distribuibili, ancora in termini di margine di intermediazione, dei quali dovrà tenersi conto nella stima.

In conclusione, si assume che l'Excess Capital sia computato come una autonoma componente dell'equity value, per coerenza interna al modello ed evitare le possibili duplicazioni cui sopra si è accennato, gli addendi costituiti dal valore attuale dei flussi relativamente al primo e al secondo stadio dovrebbero essere stimati sotto ogni profilo al netto del contributo economico potenzialmente riconducibile ai fondi propri eccedenti, oppure prevedere la sostituzione di capitale con debito per impieghi non rischiosi, o meglio tali da non comportare ulteriori assorbimenti patrimoniali, con conseguenti effetti sui risultati economici.

In termini comparativi, il modello FCFE con stima dell'Excess/Deficit Capital sembra promettere valutazioni più precise, in quanto fondate su più analitiche previsioni, rispetto al DDM (versione "base"), il quale richiede la stima di relativamente poche variabili. Anche i rischi di incoerenza interna al modello sembrano meno rilevanti nel modello FCFE, proprio perché è necessario esplicitare le componenti dei flussi distribuibili. Per contro il DDM, nella sua classica formulazione, non attribuisce alcuna specifica e diretta rilevanza alla nozione di "flusso distribuibile" in relazione alla situazione attuale e prospettiva del capitale regolamentare rispetto ai requisiti di vigilanza prudenziale. Come già accennato nel precedente paragrafo, il modello DDM ha tuttavia tratto utili spunti

dall'approccio Excess Capital e infatti lo si utilizza spesso nella pratica professionale proprio definendolo metodo del Dividend Discount Model nella variante dell'Excess Capital. Quindi, ai fini della stima dell'equity value della banca, il DDM può essere riproposto nei termini seguenti, a partire dal modello a due stadi:

$$W = \text{Excess/Deficit Capital}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{DIV(dist)_t}{(1+Ke, hg)} + \frac{DIV(dist)_{n+1}}{(Ke, st - gn)(1+Ke, hg)^n}$$

Dove:

$EC_0 = \text{Excess/Deficit Capital}_0 = \text{Surplus/deficit patrimoniale al momento della valutazione rispetto al requisito regolamentare}$

$DIV(dist) = \text{dividendo distribuibile}$

Il terzo addendo deve rappresentare evidentemente il valore attuale del valore terminale, calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso finanziario distribuibile normalizzato, economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine (g_n). In tal modo viene ulteriormente enfatizzata l'ottica dell'azionista e i flussi di cassa distribuibili divengono elemento centrale del processo estimativo.

Il DDM, nella versione Excess Capital, viene ampiamente utilizzato nella valutazione delle banche, diremmo anzi che è tra i più diffusi "metodi principali" di valutazione.

Così adattato il DDM ai fini dell'utilizzo in ambito bancario, i due modelli (DDM e FCFE) possono considerarsi più vicini e dovrebbero in realtà generare la medesima stima dell'equity value, ove i dati di input siano coerentemente stimati. È infatti evidente che le

nozioni di dividendo distribuibile e flussi di cassa disponibili per gli azionisti di fatto coincidono. La coincidenza dei dati della stima dipende da accantonamenti a riserva di quote dell'utile netto esattamente coerenti con il conseguimento dell'obiettivo di patrimonializzazione, e quindi da una distribuzione di dividendi per la differenza. In tal caso si comprende che flussi di cassa disponibili per gli azionisti nell'ambito del FCFE model e dividendi attesi nel DDM coincidono. La vera differenza tra gli approcci è data dalla loro struttura. Il FCFE model è più analitico, quanto meno con riferimento al periodo di previsione esplicita, comporta un'applicazione più laboriosa, ma potrebbe restituire un risultato estimativo più preciso ove i dati di input siano sufficientemente robusti e affidabili. Il DDM è invece un modello sintetico che si basa su date proiezioni dei soli dividendi, per la quota ritenuta distribuibile. È quindi inevitabile che, applicando separatamente i due modelli, i risultati delle stime possono non coincidere, ma si tratta, appunto, di una problematica “operativa”, non concettuale.

3.3 IL RESIDUAL INCOME MODEL (RIM) O MODELLO EXCESS RETURN.

Questo modello stima l'equity value sull'assunto di base secondo il quale il valore corrente delle attività al netto delle passività della banca (valori al fair value) rappresenterebbe propriamente una misura del capitale economico se la redditività degli investimenti in essere e di quelli pianificati risultasse in linea con il cost of equity per la banca stessa. Solo nel caso di una redditività attesa superiore o inferiore, quindi un excess return positivo (sovraredditi) o negativo (sottoredditi), l'equity value rifletterà nella stima questa circostanza.

Si noti che il modello non richiede la stima dei flussi di dividendi o dei FCFE, il che può essere considerato un punto di forza nei casi in cui sia particolarmente difficile procedere a stime ragionevolmente convincenti su tali flussi.

Il modello a uno stadio può essere rappresentato con la seguente espressione:

$$W = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE - Ke)BV_{t-1}}{(1+Ke)^t}$$

Considerando un modello a due stadi, l'esempio seguente, tratto da: "Aswath Damodaran, Breach of Trust: Valuing Financial Service Firms in the post-crisis era", servirà per un maggior chiarimento della logica del modello e delle modalità applicative.

TABELLA 5.3 RESIDUAL INCOME MODEL.

Anno	1	2	3	4	5
Return on equity (ROE) %	13%	13%	13%	13%	13%
Book value equity a inizio anno	60000	64290	68886,74	73812,14	79089,7
Utile netto (E)	7800	8357,7	8955,28	9595,58	10281,66
Cost of equity %	11%	11%	11%	11%	11%
Excess return sull'equity	6600	7071,9	7577,54	8119,34	8699,87

Discount factor al cost of equity	1,11	1,2321	1,36763	1,51807	8,06231
Valore attuale dell'excess return	1081,08	1043,58	1007,39	972,45	196,2
totale excess return in valore attuale	4301				
dividend payout ratio (p)	45%	45%	45%	45%	45%
Dividendi	3510	3760,97	4029,87	4318,01	4626,75
Utili non distribuiti	4290	4596,74	4925,4	5277,57	5654,91
ROE nel periodo di crescita stabile	12%				
cost of equity nel periodo di crescita stabile	11%				
tasso di crescita dell'utile netto	2%				
Equity Book value all'inizio 6° anno	84744,62				
terminal value of excess return	9416,07				
Valore attuale del TV of excess return	5588				
Equity Value	69889				

La tabella 5.3 mostra lo sviluppo dell'utile e del Book Value relativamente al primo stadio di elevata crescita della durata di 5 anni, nell'ipotesi di un ROE atteso del 13% e di K_e pari al 11%, quindi in ipotesi di un positivo excess return, considerando il ritorno per gli azionisti superiore al cost of equity. Il valore cumulato (in valore attuale) dell'excess return è pari al quinquennio a +4301 (con payout del 45%), nel caso di $ROE < K_e$ si configurerebbero dei "sottoredditi" (excess return negativo), eventualmente sia con riferimento al valore riferibile al primo stadio, sia con riferimento al Terminal Value: si tratta di un'ipotesi tutt'altro che teorica, soprattutto nel caso di banche di recente interesse da equilibri gestionali piuttosto precari. Per il successivo periodo di crescita stabile il ROE_{st} atteso è stimato al 12% mentre il cost of equity $K_{e,st}$ è stimato ancora all'11%, il tasso di crescita degli utili ai fini della stima del terminal value dell'excess return è posto pari al 2%.

$$TV \text{ (non attualizzato)} = (ROE_{st} - K_{e,st}) BV_6 / (K_{e,st} - g_{st}) = (12\% - 11\%) * 84744,62 / (11\% - 2\%) = 9416$$

L'equity value secondo il modello Excess Return è quindi pari alla somma del Book value iniziale (60000), del valore attuale dell'Excess return che si prevede sarà accumulato nel periodo di previsione esplicita (4301) e del valore attuale del Terminal Value stimato in termini di excess return in perpetuo (5588), quindi euro 69889. In pratica può risultare plausibile escludere questo ultimo addendo, ipotizzando che, dopo il periodo di previsione esplicita, ROE e Ke coincidano.

Il modello a due stadi può quindi essere rappresentato con la seguente espressione, che rappresenta appunto la Excess Return Valuation:

$$W = BV_0 + \sum_{t=1}^n \frac{(ROE - Ke)BV_{t-1}}{(1+Ke)^t} + \frac{(ROE - Ke, st)BV_n}{(Ke, st - g)(1+Ke)^n}$$

L'applicabilità rigorosa del modello presuppone il verificarsi di un'importante condizione, vale a dire che il book value iniziale sia una proxy accettabile dal valore corrente delle attività al netto delle passività. L'ipotesi, in generale del tutto irrealistica, lo è anche nel caso delle banche, e tuttavia è qui meno ragionevole rispetto a imprese non finanziarie, per la tipica composizione dell'attivo e tenuto conto dei principi contabili internazionali di riferimento. Gli altri input necessari sono comuni anche ai modelli alternativi e già illustrati: ROE, Ke, g, p. Si noti che l'excess return dipende anche dal payout. A livelli più elevati di payout corrisponde un minore excess return. Con riferimento all'esempio numerico, nel caso di un payout in ipotesi pari al 100% oppure al 0%, il total excess return in valore attuale per il primo stadio quinquennale ammonterebbe a euro 3872 oppure 4685 (contro 4301), come conseguenza di una crescita in un caso nulla e nell'altro coincidente con il ROE atteso. Si evidenzia infine che anche l'Excess return model, come il DDM in versione base, trascura quella specificità di settore che

consiste nella presenza di vincoli di patrimonializzazione imposti dalla normativa di vigilanza prudenziale. Non si dà conto quindi né dell'eventuale Excess/Deficit Capital iniziale, né delle dinamiche del capitale regolamentare o di quello derivante dagli obiettivi del capital management; la stima di un payout che tenti di riflettere questi profili potrebbe infatti non risultare adeguata allo scopo.

Con riferimento alla stima della componente di valore relativa quanto meno al primo stadio di crescita elevata non si dovrebbe rinunciare ad una proiezione della dinamica degli RWA, quindi dei riflessi sui fabbisogni di capitale, in relazione ai quali dovrà prevedersi un payout sostenibile. Se, ad esempio ed in via di pura ipotesi, si potesse prevedere una crescita elevata degli RWA del 10% annuo per cinque anni, un payout del 45% non sarebbe sostenibile, in quanto è in grado di supportare una crescita del 7,15%. Occorrerà dunque nel caso specifico prevedere una riduzione del payout fino al 23%. Infatti, $g = ROE \cdot (1-p) = 13\% \cdot (1-23\%) = 10\%$. E si stima per conseguenza che tutti gli aggregati economici e patrimoniali cresceranno al ritmo del 10% nel primo stadio di crescita elevata. Relativamente al Terminal Value (secondo stadio), la suddetta problematica di regola non dovrebbe riscontrarsi, risultando non plausibile, come già accennato, l'ipotesi che possano ottenersi Excess Return in perpetuo: quindi è preferibile porre il TV uguale a zero. Per tenere conto dell'eventuale excess/deficit capital (EXC), se di importo significativo, si propone la seguente variante:

$$\text{Equity Value} = \text{Excess (deficit) capital} + \text{Excess return valuation}$$

Con l'avvertenza che in caso di fondi propri eccedenti, quindi computati in aumento del valore equity della banca, la stima della redditività prospettica deve tenere conto di impieghi che, appunto, non assorbono capitale, impieghi quindi caratterizzati da un

rendimento al più commisurato al risk free rate. Si propone quindi di stimare il ROE prospettico in modo coerente, depurando l'utile del rendimento del capitale eccedente, vale a dire:

$$\text{Adjusted ROE} = \frac{\text{Utile netto} - [\text{EXC} * r_f * (i - tr)]}{\text{Valore di libro} - \text{EXC}}$$

È evidente che l'aggiustamento proposto riflette l'astratta ipotesi di una effettiva restituzione del capitale in eccesso con smobilizzo degli asset risk free, pertanto nessuna redditività è attribuita a quelle risorse. Si tratta però di un'ipotesi piuttosto restrittiva, che può essere accolta ma va riconosciuta in quanto tale. Realisticamente, i fondi propri eventualmente eccedenti non daranno luogo ad un allineamento in diminuzione rispetto alla capitalizzazione regolamentare o target, produrranno comunque flussi reddituali commisurati ad asset a basso rischio, potrebbero contribuire anche indirettamente alla redditività attraverso un costo del funding che rifletta il minor rischio percepito del mercato dei capitali a fronte di una robusta capitalizzazione e infine costituirebbero un buffer in grado di far fronte a perdite inattese, nonché ad eventuali interventi regolamentari volti ad innalzare il livello minimo di capitale per il sistema o per la banca in oggetto.

Si osservi ora l'analogia fra il modello in esame e il criterio valutativo, noto alla prassi e alla dottrina europea continentale, definito "metodo misto patrimoniale-reddituale", anche noto come modello "U.E.C.", in quanto a suo tempo raccomandato dall'Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers.

I due metodi fondano la stima sulla medesima logica valutativa. I "metodi misti" cercano infatti proprio di tener conto contemporaneamente dell'aspetto patrimoniale, che può

introdurre nella valutazione elementi di maggiore verificabilità, e dell'aspetto reddituale, ritenuto essenziale ai fini della determinazione del capitale economico. Tali metodi apportano quindi una "correzione reddituale" al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare maggiori/minori utili in termini comparativi rispetto alla redditività medio-normale di settore. In pratica, detto confronto consentirebbe la quantificazione di un Goodwill (Badwill) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato. In termini formali, rispettivamente nel caso di una stima su un orizzonte limitato o illimitato:

$$\text{Equity Value} = BV + a_n \frac{1}{i'} (ROE-i) BV$$

$$\text{Equity Value} = BV + (ROE-i) \frac{BV}{i'}$$

Dove:

i = rendimento medio normale di settore

i' = tasso di attualizzazione.

Del "metodo misto" sono proposte molte varianti, per tener conto eventualmente di intangibili non iscritti a bilancio, o di surplus di asset ove presenti, e, inoltre, diversamente interpretando la misura e il significato di " i " e di " i' ".

Qui si è ritenuto utile soltanto evidenziare le analogie con il metodo Excess Return, sia pure in presenza di significative disomogeneità. In particolare, risulta evidente che il modello excess Return considera esplicitamente importanti input che non alimentano il metodo misto: la crescita attesa degli utili, il payout, le dinamiche del book value.

Come ulteriore notazione, si ritiene che il modello Excess Return/Residual Income possa fornire valutazioni caratterizzate da una obbiettiva razionalità soltanto se, come accennato in premessa, si possa affiancare la stima degli eventuali futuri rendimenti differenziali ad

un book value autenticamente riflesso del fair value di attivi e passivi patrimoniali. Poiché in nessun caso i bilanci espongono la totalità dei valori secondo tale criterio valutativo, un'applicazione rigorosa del modello in argomento comporta che sia il soggetto impegnato nella stima, o eventualmente il management della banca per suo conto, a rivalutare alla data di valutazione attivi e passivi a fair value, apportando quindi ai valori contabili le necessarie rettifiche. Va pertanto considerato che l'apparente semplicità del modello Excess Return sotto il profilo metodologico nasconde complessità applicative, vale a dire la stima del fair value dei diversi attivi e passivi secondo i numerosi e distinti approcci metodologici che le stime di tali valori richiedono. Si comprende che con il modello in oggetto l'analisi dei rischi e delle qualità degli attivi, in quanto si riflette sul fair value del patrimonio netto, diviene particolarmente rilevante e centrale nel processo estimativo.

È utile infine sottolineare che il modello in oggetto risulta particolarmente adatto, sia pure in affiancamento di altri approcci, nel caso di determinazione del valore delle azioni (se non quotate) nel caso di recesso del socio, ad esempio nel caso di trasformazione in società per azioni di intermediari bancari in forma di società cooperative/popolari. L'art 2437 ter c.c. prevede infatti che: *“il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato alla revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.”*.

3.4 LA VALUTAZIONE RELATIVA, OVVERO IL METODO DEI MULTIPLI.

A partire dalla formula base di Gordon, secondo cui l'equity value stimato $W = DIV_1 / (K_e - g)$, si possono derivare i seguenti rapporti o multipli, particolarmente utilizzati, e consigliati nel settore finanziario:

- Price earnings (per share) ratio (Valore stimato) = $P/E_1 = p / (K_e - g)$
- Price to book value (per share) ratio (Valore stimato) = $P/BV_0 = ROE * p / (K_e - g)$
= $(ROE - g) / (COE - g)$

Non dimenticando innanzitutto che il prezzo è un “dato” mentre gli utili, come pure il valore di libro, riflettono convenzioni contabili pro tempore vigenti, oltre che possibili “politiche di bilancio” (nelle concrete applicazioni, gli utili e il valore di libro devono essere opportunamente “normalizzati” al fine di depurare il dato dagli effetti di operazioni straordinarie non ripetibili con impatto sugli utili e sul patrimonio netto), si vede come il multiplo stimato degli utili (P/E) evidenzia una relazione diretta con il payout e con la crescita e una relazione inversa con il costo dell'equity. Il multiplo del valore del libro evidenzia aggiuntivamente una relazione diretta con il ROE. In tal modo viene esplicitato il legame logico tra i suddetti multipli e le variabili economiche considerate rilevanti (variabili fondamentali) nella stima dell'equity value, il che può giustificare per un analista la preferenza per questi multipli rispetto ad altri ove sia meno agevole rinvenire tale legame; infatti i multipli P/revenues, P/Operating income e P/Deposits sono relativamente meno utilizzati nella prassi e trovano soprattutto applicazione nei casi di banche giovani o in fase di turnaround, casi cioè in cui i risultati reddituali e, specificatamente, il P/E, potrebbero fornire indicazioni distorte o poco significative.

I multipli così stimati possono poi essere confrontati con quelli realmente espressi dal mercato, qualora la società abbia le proprie azioni quotate in un mercato organizzato. Naturalmente le azioni quotate emesse da ogni società, quindi anche da una banca, riflettono un proprio multiplo del prezzo corrente di mercato rispetto agli utili unitari attesi o rispetto al valore di libro per azione, teoricamente anche proprio in funzione delle variabili ricordate che spiegano lo stesso multiplo e che sono implicite nelle quotazioni.

Con la valutazione relativa, ponendo a confronto multipli di entità ritenute comparabili, si assume che i multipli di società che presentano caratteristiche sufficientemente omogenee possono essere confrontati fra loro o confrontati con dati medi di un idoneo campione di riferimento, al fine di cogliere, se del caso con l'utilizzo di un'analisi di regressione, eventuali rilevanti deviazioni non spiegabili sulla base di differenze significative nelle attese in merito alle determinanti dei multipli di mercato.

Quanto al campione di riferimento, è frequente, e comprensibile, nelle perizie di stima l'avvertenza secondo la quale le risultanze dell'applicazione del metodo dei multipli di Borsa e della regressione lineare scontano per lo più il differente contesto competitivo e di mercato del campione di società comparabili, nonché dimensione aziendale, business model, redditività e crescita delle "comparabili", che potrebbero risultare disomogenei rispetto all'entità oggetto di valutazione. Per non dire di un diverso grado di liquidità delle azioni quotate emesse dalle diverse banche e delle conseguenze che ciò potrebbe avere sui prezzi di Borsa.

Particolare cautela infine richiede l'eventuale inserimento, nel campione, di banche operanti in altri Paesi, che potrebbero produrre rilevanti effetti distorsivi, non soltanto per

il diverso contesto di mercato, ma anche a causa di una normativa regolamentare che potrebbe risultare disomogenea, con effetti sul trade-off rischio rendimento.

È quindi sempre importante assegnare adeguata attenzione ad un'analisi, certamente impegnativa, delle evidenti differenze con le banche che si è ritenuto che possano far parte del campione di riferimento.

Quanto alla dimensione del campione delle “comparabili”, sono evidenti i pro e contro di un ampliamento del campione, che sacrifica in parte i requisiti di omogeneità, rispetto ad una selezione più mirata, che ne riduce la rappresentatività.

È quindi evidente che in tal modo non si tenta propriamente una stima dell'equity value di una data società; piuttosto ci si propone di formulare una valutazione relativa, accertando una eventuale condizione di evidente sopra/sottovalutazione dell'azione rispetto alle quotazioni espresse da società comparabili. Con l'ovvia conseguenza che, in presenza di una complessiva situazione di mercato improntata al rialzo o al ribasso su tutti i valori quotati o soltanto su quelli di settore, la valutazione relativa fornisce informazioni che vanno apprezzate, appunto, in ottica comparativa e che possono quindi risultare fuorvianti in una prospettiva di stima dei valori assoluti.

Inoltre, va rimarcato che la valutazione relativa fondata su un campione di società comparabili riflette la fiducia dell'analista o dell'investitore che il mercato esprima valutazioni corrette in media, ma non nel caso specifico dell'entità oggetto di valutazione, la quale quindi dovrebbe vedere le proprie azioni tendere ad allinearsi sul mercato a quei valori (multipli) entro un ragionevole lasso di tempo. Ciò non potendosi apprezzare compiutamente le significative differenze che necessariamente sussistono rispetto alle entità ritenute comparabili.

Le rilevazioni dei multipli di mercato, per la singola società e per il campione/settore di riferimento, può però rivelarsi utile anche ai fini di una valutazione fondamentale dell'equity value. Dai multipli espressi dal mercato, e tenuto conto delle determinanti teoriche dei multipli stessi, possono infatti desumersi le seguenti relazioni:

$$p = P/E_1 * (K_e - g)$$

$$g = K_e - p/(P/E_1)$$

$$K_e = g + p/(P/E_1)$$

$$ROE = P/BV_0 * (K_e - g) / p$$

Ciò significa che, rilevati i multipli di mercato per le società oggetto di analisi ed avanzate ragionevoli ipotesi sulle altre variabili esplicative, si possono desumere i livelli impliciti nel multiplo relativamente al ROE, ai payout, alla crescita, al costo dell'equity, supportando in tal modo ragionevoli argomenti volti a evidenziare una situazione di sovra/sottovalutazione assoluta del prezzo delle azioni di quella società o di quelle emesse dalle società appartenenti al campione/settore di riferimento, ove l'analisi sia condotta su un insieme di società omogenee.

Nell'uso dei multipli di mercato sono stati proposti correttivi per tenere conto dell'eventuale excess/deficit capital. Nel caso, ad esempio, del multiplo P/BV, il multiplo (P/BV₀) della banca comparabile sarebbe così computato:

$$(P/BV_0) = (P' - EC') / (BV_0' - EC')$$

Dove:

P' = prezzo di mercato dell'azione

BV_0' = book value per share

EC' = excess capital per share

Ne consegue che il valore P della banca oggetto di valutazione sarebbe stimale pari a:

$$P = (P/BV_0) * (BV_0 - EC) + EC$$

Dove, per l'entità oggetto di valutazione:

P = valore stimato

BV_0 = book value per share

EC = excess capital per share

Questa modalità di impiego dei multipli con il correttivo per l'excess capital, riferibile anche ad altri multipli di mercato, sarebbe preferibile, in quanto coglierebbe meglio la valorizzazione di mercato di quella porzione di equity ritenuta effettivamente "produttiva" nella gestione della banca. Questo approccio però non convince e andrebbe migliorato per le seguenti ragioni:

- Non è evidente che l'excess capital costituisca una porzione di patrimonio netto del tutto improduttiva rispetto al patrimonio minimo di vigilanza;
- Non è chiaramente interpretabile l'effetto sul multiplo che deriva dalla sottrazione di un medesimo importo al numeratore e al denominatore di P/BV . Se tale multiplo è superiore all'unità, il correttivo genera un multiplo rettificato più elevato; il contrario nel caso il multiplo sia inferiore all'unità;

- Il prezzo di mercato dell'azione può riflettere positivamente anche il grado di capitalizzazione della banca stessa, e ciò sembra particolarmente plausibile in situazioni di tensione dei mercati finanziari e di debolezza del settore bancario. Un'analisi comparativa basata sui multipli di mercato potrà far emergere questa circostanza, che quindi va accertata, discussa e interpretata.

Premesso che numerosi sono i multipli che la teoria e la pratica professionale conoscono, applicabili in relazione agli obiettivi estimativi e alle caratteristiche delle entità oggetto di valutazione, il metodo in esame viene spesso utilizzato, per lo più quale metodo di controllo, anche nelle valutazioni nell'ambito di operazioni di M&A (acquisizioni e fusioni), particolarmente per contribuire alla stima del target (o del rapporto di cambio) in una prospettiva stand alone, al netto quindi delle eventuali componenti di valore aggiuntive riconducibili alle categorie delle sinergie, in senso lato.

A questo proposito occorre però rimarcare quanto segue. Si è già sottolineato che l'utilizzo del metodo in oggetto si fonda sul presupposto che il mercato mediamente quoti correttamente il prezzo delle azioni e che quindi i valori delle azioni quotate della banca oggetto di valutazione convergeranno, ove fossero parzialmente disallineati, verso i multipli che il mercato esprime per le comparabili. Ma se la banca target oggetto di valutazione non ha proprio azioni quotate in Borsa, a ben vedere viene meno il presupposto a fondamento del metodo e quest'ultimo potrà al più fornire punti di riferimento, ferma la necessità imprescindibile di valorizzare, oltre ai possibili profili di disomogeneità, lo status di banca non quotata confrontata con comparabili quotate, disomogeneità quanto mai evidente sotto il profilo della liquidità / liquidabilità delle azioni.

Il tema della effettiva omogeneità/comparabilità della banca oggetto di valutazione con quelle del campione di riferimento (costituito da banche a loro volta comparabili) costituisce il profilo di maggiore criticità nell'applicazione del metodo dei multipli. Ove tale comparabilità non possa essere confermata, quale sia la ragione, i risultati ottenibili risultano ben poco affidabili. I rischi di un'applicazione acritica e miope del metodo in discussione potrebbero essere in parte attenuati mediante analisi di regressione tra i multipli espressi dalle banche del campione e indicatori ritenuti esplicativi di quei multipli.

Quando il campione di riferimento comprenda anche banche estere, un ulteriore profilo di possibile disomogeneità, con effetti potenzialmente distorsivi sui risultati dell'approccio comparativo, deriva da eventuali differenze nei principi contabili applicati, ad esempio principi IAS/IFRS rispetto agli SFAS statunitensi o altri set di principi adottati in altri Paesi. Di ciò l'analisi dovrà evidentemente tenere conto, fino eventualmente ad escludere banche che rispondano ai principi contabili troppo disomogenei.

In taluni casi i multipli di mercato sono utilizzati per la stima del Terminal value nell'ambito del Dividend Discount Model a due o più stadi, come pure nel FCFE Model. Si tratta di un modo relativamente semplice per procedere alla stima, ma discutibile sotto il profilo della coerenza interna al metodo di valutazione. Si genera infatti una commistione fra due approcci fondati su diversi presupposti, che dà luogo ad un ibrido difficilmente giustificabile sotto il profilo razionale, ma che consente al perito di non impegnarsi con proiezioni di flusso perpetuo.

3.4.1 REGRESSIONE NEI MULTIPLI.

La Equity Value Map, o metodo dell'analisi di regressione, può essere considerata uno sviluppo del metodo dei multipli di mercato, o meglio una sua particolare applicazione, ed attualmente è di frequente utilizzata nella valutazione delle banche. Mediante un'analisi di regressione, di regola lineare con unica variabile dipendente, si identifica la retta interpolante della relazione, ad esempio, tra il multiplo "P/BV per azione" e un indicatore di redditività (ad esempio il ROE), o tra il P/E ratio e lo stesso indicatore, delle banche appartenenti ad un campione di soggetti relativamente omogenei.

L'attendibilità dei risultati delle analisi della specie (fitting) dipende naturalmente dal coefficiente di determinazione R^2 (che ha valore massimo 100%) che caratterizza la regressione, vale a dire il grado di correlazione tra le variabili in oggetto.

La value Map consente quindi di indentificare le banche che si posizionano al di sopra o al di sotto della linea di regressione, alle quali potrebbe associarsi rispettivamente un primo e provvisorio giudizio di sopra/sottovalutazione, ovviamente da confermare alla luce degli altri elementi informativi disponibili (figura 5.1).

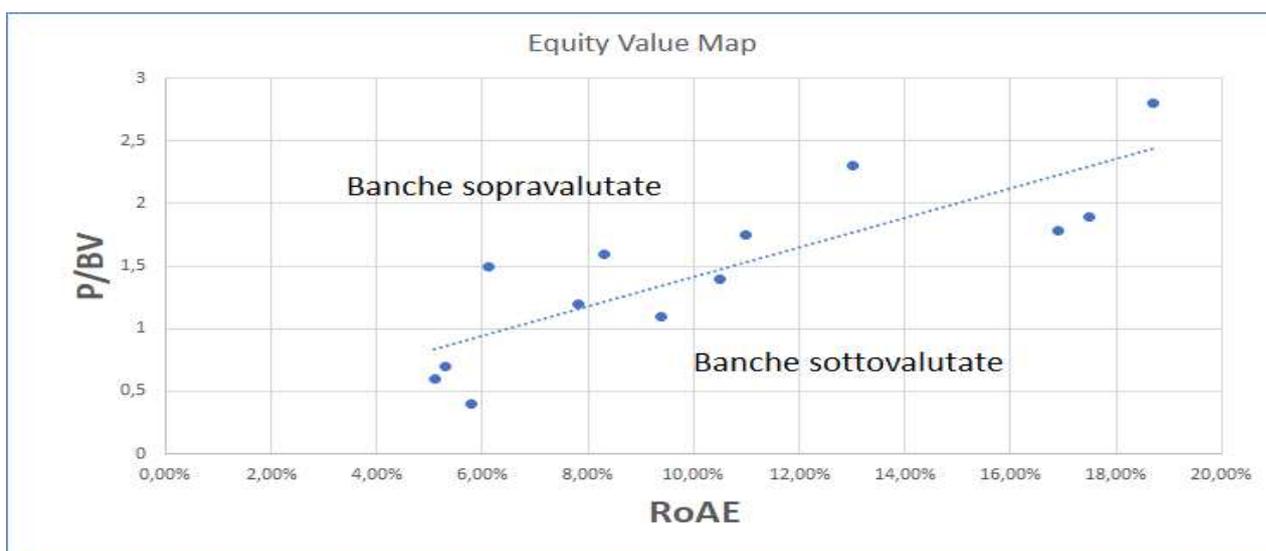


Figura 1.

Inoltre, questa semplice tecnica viene talvolta utilizzata per monitorare, sia pure mediante un approccio di prima approssimazione, la performance relativa della banca rispetto ai competitors, accertando gli effetti di eventuali miglioramenti sulla mappa.

Ai fini di una valutazione relativa dell'entità oggetto di stima, l'applicazione della metodologia prevede quindi:

- L'identificazione di un campione di banche quotate, ritenute sufficientemente comparabili con quelle oggetto di valutazione per dimensione, tipologia di business, copertura territoriale, che si ritiene possano presentare una correlazione fra il rapporto in ordinata (ad esempio P/BV, P/NAV) e l'indicatore di redditività (tipicamente ROE, RoAE, RoNAV, RoANAV);
- La stima quantitativa dei parametri (coefficiente angolare, intercetta, coefficiente di determinazione) della retta di interpolazione, qualora si utilizzi, come di regola nella prassi professionale, la tecnica della regressione lineare;
- La stima dell'equity value della banca oggetto di valutazione, sulla base dei parametri individuati al punto precedente e in funzione dei dati della banca stessa (nella fattispecie, redditività prospettica e P/BV, P/NAV, P/PNT).

Stimati i parametri "a" e "b" della retta di regressione a valere sui dati del campione selezionato, in ipotesi la retta: $P/NAV = a + b \text{ RoNAV}$, facilmente potrà stimarsi, sulla base della redditività prospettica della banca oggetto di valutazione, il (P/NAV)* implicito, quindi l'equity value.

I multipli possono essere calcolati in versione current, trailing e leading, secondo che i prezzi di mercato dell'azione siano rapportati a valori correnti, a medie degli ultimi

quattro trimestri, o attesi della variabile al denominatore. L'utilizzo di multipli leading riflette in particolare la dimostrazione che il valore di mercato di un'azienda è legato alla sua capacità di generazione di redditività futura per l'investitore.

Come già accennato, il metodo dell'analisi di regressione costituisce un'applicazione più evoluta del metodo dei multipli di Borsa, in grado potenzialmente di restituire valutazioni più affidabili, sia pure nell'ambito di un approccio i cui limiti di fondo sono evidenti. Infatti, detta analisi presuppone di identificare a priori gli indicatori ritenuti in grado di meglio spiegare i diversi multipli, inoltre sulla base dei dati del campione delle comparabili individua le regressioni con i più elevati indici di correlazione, infine stima i multipli impliciti per la banca oggetto di valutazione (e di seguito l'equity value) tenuto conto dei risultati dell'analisi di regressione, anziché sulla base di dati medi o mediani di multipli che potrebbero risultare anche molto diversi fra loro.

Si annota conclusivamente che, nonostante la riconosciuta superiorità teorica dei modelli di valutazione di tipo fondamentale, nella pratica professionale, ad esempio presso gli analisti finanziari che predispongono le ricerche azionarie anche ai fini di comunicare il proprio target price, la valutazione relativa, anche mediante un'analisi di regressione lineare semplice, è usata di frequente.

Il metodo delle transizioni comparabili permette di apprezzare il valore di una banca sulla base delle valorizzazioni evidenziate in transizioni di mercato relative a banche relativamente omogenee con l'entità oggetto di valutazione, in termini di forma giuridica, dimensione, modello di business, attività svolta, mercato di riferimento e caratteristiche operative. E dovrà trattarsi di transizioni comparabili concluse in tempi non troppo

distanti rispetto al deal in corso di valutazione e in condizioni di relativa omogeneità degli scenari di mercato, in senso lato, e del contesto regolamentare.

Posta questa fondamentale differenza rispetto al metodo dei multipli di Borsa (che certamente presenta minori criticità), per altri aspetti valga quanto richiamato in precedenza per quanto concerne gli indicatori di riferimento per la valutazione comparativa.

Non va peraltro trascurato che, con il metodo dei multipli di mercato, i prezzi utilizzati sono riferibili a singole azioni o comunque a quantità non espressione di partecipazioni qualificate o di controllo. Non incorporano quindi “premi” in relazione alla possibilità di partecipare alla governance della banca. Al contrario, i prezzi negoziati in transazioni comparabili riflettono le peculiarità delle operazioni sottostanti e le particolari condizioni nelle quali le transazioni si sono svolte. Possono quindi riflettere, e normalmente riflettono nel caso di acquisizioni del controllo, quote anche significative delle sinergie di costo e ricavo stimate dall’acquirente e riflesse nel prezzo (quindi di fatto pagate al venditore), quote che dipendono, appunto, dallo sviluppo della negoziazione tra le parti. In ogni caso, vanno opportunamente considerate distintamente acquisizioni di partecipazioni totalitarie, di maggioranza e minoranza, per le diverse implicazioni che ne possono derivare. Di tutto ciò dovrà tenersi conto nell’interpretazione dei risultati delle stime.

In merito all’approccio delle transazioni comparabili si ritiene talvolta che le acquisizioni pagate al venditore con azioni dell’acquirente, operazioni dette “carta contro carta” o “shares for shares”, anziché per cassa o “cash for shares”, debbano essere escluse dal campione delle comparabili, proprio per la disomogeneità del metodo di pagamento. Più

precisamente, la ragione dell'esclusione è spiegata con la considerazione che nelle operazioni "carta contro carta" il venditore, divenuto azionista dell'acquirente, rimane esposto al rischio, che non sussiste nelle transazioni regolate per cassa, di subire deprezzamenti del valore delle azioni a seguito dell'eventuale mancato conseguimento dei benefici derivanti dalle sinergie attese e riflesse, in tutto o in parte, nel valore di transizione. E potremmo aggiungere che lo stesso rischio, secondo questa tesi, attiene all'eventuale mancato raggiungimento dei risultati economici attesi che hanno alimentato i modelli analitici di valutazione e che hanno contribuito alla stima di quel valore. Queste considerazioni portano a ritenere non omogenee le operazioni "carta contro carta" rispetto a quelle pagate per cassa, giustificando quindi l'esclusione delle prime dal panel delle comparabili. Contro questi tesi altri sostengono che, almeno quando le azioni dell'acquirente sono quotate in Borsa quindi facilmente e prontamente liquidabili, non vi è sostanziale differenza fra operazioni "shares for shares" e "cash for shares"; pertanto non vi è ragione di escluderle dalla rosa delle comparabili.

È evidente che ricomprendere o escludere le transizioni "carta contro carta" nel processo estimativo, sia pure ai fini di controllo, potrebbe condurre in pratica a conclusioni divergenti. In effetti:

- In un'operazione di M&A non è realistico assumere che per il venditore vi sia sostanziale neutralità tra le due modalità di percezione del corrispettivo, anche quando le azioni ottenute in contropartita siano quotate in Borsa. I prezzi delle azioni sono caratterizzati da una volatilità spesso elevata, riflesso delle dinamiche generali di mercato, oltreché influenzati dalla performance dell'emittente. In senso migliorativo o peggiorativo rispetto alle attese. Sotto quest'ultimo profilo è

evidente che, così come è possibile che le sinergie inizialmente stimate non risultino confermate nella loro interezza, è anche possibile che al contrario queste si manifestino in misura maggiore;

- Non è neppure realistico ipotizzare che il venditore possa concretamente in tempi brevi offrire sul mercato le azioni ottenute a titolo di corrispettivo, trattandosi nella generalità dei casi di partecipazioni qualificate, quindi di potenziale interesse per una ristretta rosa di compratori. Inoltre, le motivazioni dei contraenti in un'operazione di M&A regolata "shares for shares" sono di regola diverse da quelle che si riscontrano in un'operazione "cash for shares". Nel primo caso possono rinvenirsi motivazioni strategiche e di partnership, quindi un orizzonte temporale di investimento di medio lungo termine, che ragionevolmente possono influenzare il prezzo negoziato;
- Nelle operazioni "shares for shares" i contraenti sono meno sensibili rispetto al prezzo al quale chiudere il deal. Può risultare comparativamente più critico il raggiungimento di un accordo sulla quota di partecipazione da riconoscere al venditore, piuttosto che sul prezzo in quanto tale. In altri termini si può ritenere che, in una certa misura, il prezzo derivi dall'accordo sulla percentuale di partecipazione, e non viceversa.

Alla luce delle precedenti considerazioni, si ritiene ragionevole che nell'applicazione del metodo delle transazioni comparabili, che - si ripete - può essere considerato essenzialmente "metodo di controllo", siano, se possibile, diversamente considerate le operazioni regolate per cassa, rispetto a quelle regolate "carta contro carta".

3.5 LA BANCA MULTIBUSINESS, I GRUPPI BANCARI E L'APPROCCIO DELLA "SOMMA DELLE PARTI" (SoTP method).

Nel caso di valutazione di un gruppo bancario, anziché di una singola entità, una valutazione su base consolidata può non essere appropriata, risultando arduo riassumere parametri di rischio, costo of equity, sviluppo, e via enumerando, in un'unica sintesi, nonché per la possibile interferenza dei principi contabili di riferimento pro tempore vigenti per l'elaborazione delle situazioni economiche e patrimoniali consolidate.

Gli approcci proposti dalla dottrina aziendalistica e dalla pratica professionale per la valutazione dei gruppi sono quelli riconducibili alla valutazione fondata sul bilancio consolidato e alla valutazione fondata sui bilanci individuali delle società.

Il metodo della somma delle parti prescinde dall'esistenza di distinte legal entities e quindi di un "gruppo", che peraltro in concreto si riscontra assai di frequente in ambito bancario. Considera piuttosto la presenza di distinte business unit che configurano la struttura organizzativa gestionale della banca da sottoporre opportunamente a specifica valutazione. Ove siano presenti legal entities specializzate per prodotto-mercato o area geografica, il metodo della somma delle parti consente di valorizzare meglio le eventuali interessenze delle minoranze nell'ambito del gruppo. Il metodo della Somma delle parti, o dell'attivo netto rivalutato, è particolarmente appropriato quando la banca o il gruppo bancario risultino diversificati e attivi su una pluralità di business finanziari (e in una certa misura anche non finanziari), ove le diverse attività non diano un contributo marginale alla complessiva creazione di valore.

Le principali aree di operatività in ambito finanziario della banca/gruppo, siano esse riferibili a distinte legal entities oppure a divisioni operative, si possono ricondurre ad

esempio a: retail banking (famiglie e piccole/medie imprese), corporate banking (imprese medie, large corporate e multinationals), investment banking, asset management (ove il gruppo bancario comprenda anche banche operanti in Paesi esteri, queste potranno essere valutate distintamente o per macro-aree geografiche, in funzione della rilevanza assoluta e relativa delle diverse legal entities nell'ambito del gruppo). Ciascuna di queste aree di business è sottoposta a pressioni competitive disomogenee, in relazione alla presenza di competitors nazionali e internazionali, e condizionata da dinamiche di mercato che possono incidere differenzialmente sulle diverse aree.

Ne consegue che la redditività, la struttura dei cash flow, i tassi di crescita, i rischi, gli assorbimenti patrimoniali espressi dalle diverse aree possono opportunamente essere stimati distintamente, non necessariamente con lo stesso approccio metodologico, bensì eventualmente utilizzando per le diversi componenti il metodo ritenuto più idoneo e concretamente in grado di restituire una stima che ponga l'accento sugli specifici driver del valore. In tal modo si consegue realisticamente una maggiore precisione della stima complessiva e si fanno emergere le singole componenti del valore riferibili ai diversi segmenti operativi o aree strategiche di affari.

Per l'analista esterno, ove non sia il management a fornire estrazioni dai propri sistemi informativi, ciò evidentemente presuppone la disponibilità di informazioni di segmento/area di affari/strategic business unit. A questo proposito, va ricordato che alcune informazioni utili sono riportate nei bilanci delle banche: a) ove sono rappresentati i risultati a consultivo dei segmenti operativi, come previsto dall'IFRS 8; b) ove sono esposti i risultati che attengono agli impairment test sugli avviamenti allocati alle diverse Cash Generating Unit, secondo lo IAS 36, le quali peraltro sono definite da un perimetro

spesso coincidente con quello dei segmenti operativi di cui al suddetto principio contabile. La disponibilità di piani industriali articolati per settore operativi risulta tuttavia imprescindibile ai fini di una fondata stima.

Il valore della banca/gruppo secondo il metodo SoTP è quindi dato dalla somma dei valori attribuibili alle singole componenti, tenendo però conto, in diminuzione, degli eventuali costi di direzione generale non allocati ai singoli settori operativi e di eventuali interessi di minoranza in società controllate (partecipazioni di minoranza o interessenze di terzi).

CONCLUSIONI.

La tematica della valutazione bancaria è stato recentemente oggetto di un interessante sviluppo favorito dalle crescenti operazioni di M&A dei grandi gruppi bancari. Di fatto, queste importanti operazioni finanziarie hanno ri-acceso l'interesse degli studiosi, che, prontamente, hanno dedicato maggior premura per questa situazione.

Il mercato bancario in effetti, così come è strutturato in Italia, e quindi anche a livello europeo, favorisce l'integrazione di istituti di credito e ciò rende necessario lo sviluppo di questo tema, che fino a pochi anni fa era scarsamente trattato.

La difficoltà nel valutare una banca è elevata, e questo ormai non è un segreto. Essa, infatti, è un'azienda "atipica" che svolge funzioni complesse e necessarie per l'economia. Per questo motivo, i metodi di valutazione utilizzati nella prassi, e richiamati nel terzo capitolo, devono comunque, a mio personale parere essere accompagnati da una relazione del perito in merito alle determinanti della formula imprenditoriale, che, come abbiamo visto, va a far emergere tutti i possibili vantaggi (svantaggi) che dall'acquisizione possono derivare. Infatti, è riduttivo pensare che il valore economico di una banca possa derivare esclusivamente da una formula matematica, ma è corretto accompagnare questi calcoli con giudizi soggettivi del perito che possono modificarne il valore.

Un ulteriore aspetto da sottolineare soggiace nel fatto che, proprio perché la valutazione deve essere accompagnata da un parere del perito, esso sarà diverso da situazione a situazione, rispettivamente per acquirenti-banche differenti, mostrando quindi una carenza parziale di oggettività nella disciplina vinta dalla genuinità e soggettività della disciplina. Inoltre, tutte le possibili sinergie e i punti vantaggiosi che possono derivare da operazioni di M&A non sempre vengono totalmente compresi dal perito, e quindi ci

saranno condizioni che verranno trascurate nella valutazione, generando un risultato non univoco. Si può comunque dire che la modalità di valutazione deve rispecchiare questo procedimento, che va ad essere quello più corretto.

Differente è invece il concetto di valutazione per un soggetto investitore diverso dalla banca, in questo caso è più inerente il processo di formazione del valore trattato nel capitolo terzo. In questo caso la banca non va ad integrarsi con una già esistente e quindi è assente la creazione di vantaggi, che, tuttavia, possono sussistere solo per le conoscenze del nuovo proprietario.

Valutare le banche, inoltre, è utile per i soci di minoranza, maggioranza, competitor (magari anche attraverso il metodo dei multipli di borsa), e per tutti i soggetti che hanno un particolare pretesto, le informazioni con cui si esplicano i vari metodi, infatti, possono essere facilmente reperibili, basti considerare che questi dati sono rintracciabili nella sezione investitori del sito web della banca oggetto della valutazione, oppure nella camera di commercio se la società non è quotata.

In conclusione, sono molto soddisfatto di questo lavoro, sia per la duttilità con cui si adegua al soggetto prescelto che per la facilità con cui si riesce a spiegare in modo chiaro un argomento complesso ma allo stesso avvincente quale è la valutazione delle banche.

Questo interessante argomento mi è stato consigliato dal mio Relatore, il Prof. Guido Paolucci, vorrei quindi ringraziarlo per tale suggerimento.

BIBLIOGRAFIA.

“la valutazione d’azienda” di Guido Paolucci.

“OIV organismo italiano di valutazione”.

“Banca D’Italia” Sito ufficiale.

“Wikipedia”.

“L’erompere della Vigilanza bancaria europea” di Antonio Barone, Giuseppe Drago, Costanza Nicolosi.

“La valutazione d’azienda” di Daniele Balducci.

“L’analisi del bilancio delle banche, rischi misure di performance adeguatezza patrimoniale” di Michele Rutigliano.

“La valutazione delle banche” di Tancredi bianchi, Mario Cattaneo, Vittorio coda, Paolo Mottura, Francesco Cesarini, Luigi Guatri, Vincenzo Desario.

“Il settore bancario” di Paolo Biffis.

“La valutazione delle Banche e degli altri intermediari finanziari” di Michele Rutigliano.

“La valutazione delle banche” di Manuel Bagna.

“La vigilanza bancaria. Storia, teorie, prospettive” di Lorenzo Esposito, Giuseppe Mastromatteo.

“La struttura-impresa e la formula imprenditoriale. Centralità e Multifunzionalità” di Mario Ciannelli

“Le acquisizioni di Banche quotate creano valore per gli azionisti? Un confronto tra i prezzi di borsa e i dati fondamentali di alcune banche italiane.” Di Andrea resti, Giovanni Siciliano.

“la banca. Economia, finanza, gestione” di franco tutino, il mulino 2015.

“l’attività delle banche: operazioni e servizi” seconda edizione a cura di Antonio Proto, Giappichelli 2021.

“i rating delle banche, criteri di valutazione e variabili discriminanti” a cura di: Prof.ssa Stefania Sylos Labini, Prof. Pasquale Di Biase; Cedam 2018.

“la valutazione delle banche e degli enti finanziari” modelli di stima ed esperienze concrete in Italia e Gran Bretagna. A cura di Marco Lacchini e Raffaele Picella; Bancaria editrice 1997.