

Focus

■ Dopo le fusioni tra i colossi, la concentrazione del settore bancario si allargherà ai piccoli e medi istituti.

■ Per gli investitori capaci di individuare cacciatori e prede più allettanti si aprono opportunità di guadagno.

■ Per individuare gli obiettivi di investimento è bene conoscere i metodi di valutazione adottati nel settore bancario e in particolare quelli relativi alle operazioni più recenti.

■ Nel servizio tutti gli elementi utili per capire, tra le operazioni di cui si parla, quali possono risultare più remunerative.

La stagione delle compravendite è tutt'altro che finita. Si tratta di operazioni che spesso moltiplicano il valore delle azioni di una delle due parti. Come trovarsi da quella giusta? Per individuare gli obiettivi bisogna considerare i metodi di valutazione adottati per le ultime acquisizioni

COME SFRUTTARE LE FUSIONI TRA GRANDI E PICCOLE BANCHE

■ di Guido Bellosta

Non è ancora finita. Le fusioni tra le banche continueranno a caratterizzare i prossimi anni. Il Risiko, finora concentrato sugli istituti di credito di maggior stazza, si allargherà alle piccole e medie banche. Una scelta obbligata in quanto questi istituti, caratterizzati da uno stretto legame con il territorio, stanno erodendo continuamente l'operatività delle grandi banche.

Trent'anni di incorporazioni, quasi sempre non ostili, hanno confermato la bontà della scelta di parecchi risparmiatori di puntare sugli istituti di minore stazza.

Le piccole banche sono infatti premiate in sede di acquisizione. Con valutazioni decisamente superiori a quelle ante - fusione. Ci sono stati acquisizioni effettuate sulla base di valutazioni decisamente imprevedibilmente elevate, come l'acquisto di Cooperbanca, banca cooperativa dell'Emilia Romagna, effettuata agli inizi degli anni Novanta, con gli azionisti che hanno visto più che triplicare in pochi mesi il valore del loro investimento. Una situazione analoga si è presentata un decennio dopo per i risparmiatori che avevano puntato sulla Cassa di Risparmio di Perugia - ora Banca dell'Umbria e sulla Cassa di Risparmio di Pisa. Tutto questo mentre chi acquistava, al momento dell'annuncio, vedeva solitamente scendere il valore dei propri titoli per l'onerosità dell'operazione.

Chi desidera investire nel settore bancario deve perciò puntare sui piccoli istituti, sperando naturalmente che i bilanci siano affidabili. Una sola volta infatti l'acquisto di una piccola banca è avvenuto a prezzi decisamente inferiori alle quotazioni di Borsa. Ci riferiamo all'Opa lanciata nel 1998 dal Credito Emiliano-Credem sulla Banca della Provincia di Napoli a un prezzo che formalmente risultava più che dimezzato rispetto al valore patrimoniale dell'istituto partenopeo ed alla relativa quotazione di Borsa. Ma il mercato, sorpreso per tale prezzo, non sapeva ancora che una valanga di crediti, formalmente esigibili in bilancio, non dovevano essere considerati tali dopo le dovute verifiche.

Per scegliere le eventuali vittime bisogna valutarne l'attrattiva. E considerare i metodi di calcolo utilizzati nel recente passato, modificatisi parzialmente per le ultimissime acquisizioni.

COME SI VALUTA UNA BANCA OGGETTO DI FUSIONE

In occasione della fusione per incorporazione nel CAB-Credito Agrario Bresciano SpA della Banca San Paolo di Brescia SpA, avvenuta nel 1998 i periti, come da prassi, avevano stimato i capitali economici delle due banche utilizzando tre metodi.

1 ■ Il metodo reddituale puro, che stima il valore dell'istituto capitalizzando a un certo tasso il reddito normale atteso.

2 ■ Il metodo patrimoniale complessivo, che esprime il valore economico del capitale come somma del patrimonio netto rettificato e del valore dell'appetibilità strategica della raccolta. Tale procedura applica alla raccolta diretta e indiretta appropriati coefficienti patrimoniali determinati in funzione dei diversi profili economici che qualificano le banche. Nel suddetto caso, ad esempio per tutti e due gli istituti, si è scelto il coefficiente percentuale del 7,5% per quanto concerne la raccolta diretta e l'1,5% per la raccolta indiretta.

3 ■ Il metodo misto "U.E.C. complesso" in cui il valore economico del capitale è calcolato come somma algebrica del patrimonio netto rettificato, del valore strategico della raccolta e del valore attuale dell'extrareddito (o minor reddito) atteso per un numero limitato di esercizi (avviamento), inteso come differenza con il reddito medio - normale atteso ed il reddito giudicato soddisfacente rispetto al tipo di investimento considerato.

Il patrimonio netto rettificato, come chiarisce il prospetto per la fusione CAB-S. Paolo, deve intendersi come strumentale all'attività bancaria. Esclude quindi i capitali accessori (cioè gli immobili non strumentali) e le partecipazioni valutate autonomamente, i cui valori correnti sono stati poi risommati ai valori economici del core business bancario risultanti dall'applicazione dei suddetti tre criteri. Solitamente per la determinazione del Patrimonio Netto Rettificato si assume, quale base di partenza, il patrimonio netto contabile comprensivo dell'utile eventualmente maturato, del Fondo Rischi Bancari Generali e delle eventuali variazioni di patrimonio netto derivanti dall'esercizio di stock options.

INDERTEMINATEZZA DI MOLTI ELEMENTI

Troppi elementi sono soggetti ad elevata indeterminazione. La percentuale da applicare alla raccolta deve tenere conto dell'articolazione territoriale, della redditività, del rischio, del tasso di sviluppo. La stima del reddito atteso si basa parzialmente sul passato e sulle previsioni dei prossimi esercizi. Con relative incognite. I tassi di attua-

lizzazione sono ovviamente aleatori. E' difficile che due analisi preparate da due noti analisti coincidano. La forza contrattuale della preda può in tal modo riuscire ad ottenere valutazioni decisamente differenti da quelle che scaturiscono da questi tre metodi. O magari si riesce ad imporre un solo metodo, quello più favorevole alla preda.

MA PER IL GRUPPO MONTE DEI PASCHI NEL 2001 L'APPROCCIO ERA STATO DIVERSO

Alla fine del 2001 Monte dei Paschi di Siena si è fusa con le controllate Banca Toscana e Banca Agricola Mantovana.

In tal caso la valutazione dei concambi era stata effettuata da Deutsche Bank che ha applicato le seguenti metodologie di calcolo:

1 ■ Dividend discount model (attualizzazione del flusso di dividendi futuri).

2 ■ Metodo delle contribuzioni.

3 ■ Metodo della quotazione di Borsa.

4 ■ Metodo dei multipli di mercato e della retta di regressione (relazione tra ROE - return on equity - e multiplo P/PN - rapporto tra capitalizzazione di Borsa e patrimonio netto).

Dopo attenta analisi Deutsche Bank ha optato per la metodologia basata sul criterio del flusso dei dividendi attualizzati e ha utilizzato gli altri metodi con finalità di controllo dei risultati raggiunti dall'applicazione della metodologia principale.

Poiché tutte e due le incorporate erano già controllate dal Monte dei Paschi gli azionisti di minoranza delle controllate non hanno potuto sfruttare il premio derivante dall'essere preda che caratterizza queste operazioni di acquisizione.

LA FUSIONE INTESA-BCI

In occasione della fusione tra Banca Intesa e Banca Commerciale Italiana il rapporto di concambio venne fissato dopo un'attenta disamina delle diverse metodologie.

Si utilizzarono anche i prezzi di Borsa per numero azioni di ogni categoria



Alessandro Profumo
UNICREDIT

AMMINISTRATORE DELEGATO



Giuseppe Mussari
MPS

PRESIDENTE

“
Monte dei Paschi ha acquistato Banca Antonveneta pagando 2,5 volte il patrimonio, Popolare di Intra è stata acquistata con un rapporto di 3,2, Cassa di Risparmio di Firenze passa ufficialmente di mano in queste settimane a 3,3 volte”

(ordinaria, risparmio), i valori medietemporali di diversa ampiezza (1-6-12 mesi) oltre che il metodo Misto UEC (patrimonio netto rettificato, extrareddito e relativa durata, tassi di interesse di rendimento congruo e di attualizzazione dell'extra reddito), il Metodo Patrimoniale Complessivo (patrimonio netto contabile, rettifiche, valore beni immateriali come avviamento sulla raccolta).

La metodologia scelta fu quella del Metodo Misto UEC compless. Come controllo vennero utilizzate le altre forme di valutazione (patrimoniale complessivo, reddituale, dei Multipli di Borsa, della regressione lineare, della quotazione di Borsa).

BANCA LOMBARDA FUSA IN BPU: SCATTA IL DIRITTO DI RECESSO

La fusione tra due banche caratterizzate da diversa forma sociale fa scattare il diritto di recesso. In questo caso tale diritto era riservato ai soci della Banca Lombarda, una società per azioni che veniva incorporata da una cooperativa.

Quanto sopra è contemplato dall'art.2437 primo comma, lettere b) e g) del Codice Civile e concerne i soci che non abbiano concorso all'approvazione del progetto di fusione in sede assembleare. In questo caso la quantità di azioni consegnata per usufruire del diritto di recesso è stata omeopatica (solo 35 azioni), ma talora questa procedura funziona come un efficace scudo in caso di prezzi di concambio giudicati troppo penalizzanti per taluni soci.

FUSIONI INTEREUROPEE: BNP PARIBAS-BNL, STORIA DI UN ANNO FA

L'8 marzo 2007, dopo avere effettuato le OPA prescritte dall'attuale normativa, BNL si è fusa per incorporazione nella controllante BNP Paribas. Il rapporto di concambio per i pochissimi soci che non avevano consegnato le azioni alle Opa è stato fissato in 1 azione BNP Paribas ogni 27 azioni BNL. Il Consiglio di Amministrazione di BNL si era avvalso della consulenza di KPMG Advisory SPA che aveva rilasciato una "fairness opinion" sul rapporto di cam-

bio. Segnaliamo quest'ultima operazione sulle azioni BNL, ormai scomparse dal mercato, in quanto mostra la correttezza delle banche estere in tali operazioni. Gli azionisti di Deutsche Bank Italia attendono tale operazione da anni, fin da quando l'istituto era in mano alla Banca d'America e d'Italia. Circolano infatti sul mercato limitatissime quantità di titoli dell'istituto italiano controllato da Deutsche Bank.

RAPPORTO CAPITALIZZAZIONE/ MEZZI PROPRI

Questo rapporto sta guadagnando favori tra gli operatori per la sua sintesi. Le banche in vendita, come già segnalato su Investire di gennaio, sono sempre più rare.

Questo parametro mostra infatti una continua crescita. Molti istituti di credito sono passati a prezzi crescenti.

Monte dei Paschi ha acquistato Banca Antonveneta pagando 2,5 volte il patrimonio, Popolare di Intra è stata acquistata con un rapporto di 3,2, Cassa di Risparmio di Firenze passa ufficialmente di mano in queste settimane a 3,3 volte.

Nel 2007 Monte dei Paschi di Siena aveva pagato Biverbanca sulla base di un rapporto di 3,2 e la Popolare dell'Etruria aveva rilevato la Banca del Vecchio sulla base di 2,7 volte il patrimonio.

Una conferma implicita del valore della banca è offerta dalla caccia agli sportelli messi in vendita da gruppi bancari riduci da recenti operazioni di fusione. Il prezzo dei singoli sportelli ha superato in talune occasioni i dieci milioni.

Basta perciò conoscere il numero degli sportelli di un istituto di credito per avere una prima vaga idea del valore dell'istituto. Chi opera tale ricerca rimarrà sorpreso.

La maggior parte delle banche quotate viene valutata dal mercato con fortissimi sconti rispetto al numero degli sportelli posseduti.

In pratica l'attenzione dell'investitore deve rivolgersi verso quegli istituti in odore di cessione. Solo in tal caso il valore implicito della rete delle filiali viene estrinsecato.

PASSATO, PRESENTE E FUTURO DELLE FUSIONI BANCARIE

Gli ultimi due anni sono stati caratterizzati da un marcato incremento nel numero delle operazioni di fusione e incorporazione.

Nell'agosto 2006 si sono avute le nozze tra Banca Intesa e San Paolo IMI. Le due banche, di mole non molto dissimile, non hanno però offerto la possibilità di marcati guadagni.

Nel mese successivo Veneto Banca ha chiuso l'acquisto di Banca Popolare di Intra pagando l'istituto cooperativo notoriamente non certamente florido, dopo una serrata asta, 3,20 volte il patrimonio.

Un mese dopo Crédit Agricole ha rilevato la Cariparma valutandola 3,55 volte il patrimonio e Friuladria, valutata solo 2,35 volte.

Nello stesso mese Banco Popolare Verona Novara si fondeva con Banca Popolare Italiana (ex Lodi) dopo un'asta con altri istituti. L'ex Lodi toccava livelli elevati di prezzo al momento dell'annuncio.

In novembre toccava alla fusione tra BPU Banca e Banca Lombarda, una delle pochissime operazioni che ha visto valutare l'acquisita meno del previsto (2,12 volte il book value).

E' stato poi il turno nel maggio 2007 di Unicredit che ha reso felice i soci di Capitalia valutando l'istituto 2,08 volte il patrimonio. Anche in questo caso, i soci di minoranza che avessero venduto al momento dell'annuncio, avrebbero visto decisamente aumentare l'entità del loro investimento. Successivamente la Popolare dell'Etruria ha acquistato Banca del Vecchio a 2,7 volte il patrimonio.

Mentre scriviamo queste righe si sta definendo il lancio dell'OPA di Banca Intesa su Cassa di Risparmio di Firenze a 6,73 euro. Un'operazione che ha reso felici i soci di minoranza dell'incorporata. Questa, soltanto un anno fa, quotava in marzo 4,30 euro. Considerando il crac dei titoli bancari, ben si comprende l'entusiasmo dei soci di minoranza di Cassa di Risparmio di Firenze, pronti a incassare tra pochi giorni 6,73 euro per azione. L'ennesima conferma della bontà di un investimento in azioni di banche potenzialmente acquistabili.

Tra pochi mesi scatterà anche l'aumento di capitale che sarà lanciato dal Monte dei Paschi di Siena per ottenere le "munizioni" necessarie per acquisire Banca Antonveneta dagli spagnoli. Un'operazione resa più onerosa dal forte indebolimento del titolo della banca toscana. Un pesante aumento di capitale viene lanciato infatti dopo un semestre difficile per tutte le banche quotate sui mercati internazionali. Non crediamo che il Monte dei Paschi provveda successivamente alla fusione di Banca Antonveneta. Ma "mai dire mai". L'ha già effettuata anni fa, come visto, inglobando a sorpresa Banca Toscana e Banca Agricola Mantovana. Se questo dovesse accadere, scatteranno le analisi per valutare l'eventuale concambio.

Un'altra fusione dovrebbe avvenire tra pochi mesi tra due controllate della Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Crotone e Banca popolare del Materano. Infatti hanno deciso di fondersi. Probabilmente muteranno anche la denominazione sociale. Si vocifera che possa essere Banca Popolare del Mezzogiorno, ma non è ancora confermato.

Le azioni dei due istituti, possedute da migliaia di soci, venivano scambiate all'interno delle stesse banche dopo essere state negoziate a lungo sul TEMEX, il mercato telematico delle azioni a larga diffusione sospeso due anni fa. Ci si augura che la Banca Popolare dell'Emilia Romagna si decida prima o poi a richiedere la quotazione dei titoli delle sue controllate su Expandi. Un atto di rispetto nei confronti delle migliaia di azionisti che detengono azioni Banca Popolare di Ravenna, Banca Popolare Lanciano Sulmona, Banca Popolare del Materano, Banca Popolare di Crotone etc etc.

Nel frattempo le due controllate di Crotone e Matera si fonderanno. Il concambio non potrà non tener conto dei parametri p/e e C/MP. Mentre tutte e due le banche mostrano bassi rapporti p/e il parametro C/MP, sulla base dei prezzi di 6 euro per la Materano e di 25 euro per la Crotone, si caratterizza per una marcata difformità. La Materano vale circa 0,6 volte il patrimonio mentre la Crotone quota attorno al valore patrimoniale. Una strana in-



**Emilio
Zanetti**
UBI BANCA

PRESIDENTE CONSIGLIO
DI GESTIONE

**Luigi
Abete**
BNL

PRESIDENTE



**Victor
Massiah**
UBI BANCA

DIRETTORE GENERALE

**“
Altre
banche, fino
ad ora a bocca
asciutta come
la Banca
Popolare
di Milano
e la Banca
Popolare
dell’Emilia
Romagna,
cercano
disperatamente
consorelle
disposte al
fidanzamento.
Oppure istituti
minori
interessati
ad essere
acquisiti
a prezzi
elevati
”**

comprensibile situazione, visto che la controllante opera utilizzando le stesse procedure contabili, che forse verrà corretta con i concambi. La Materano inoltre risulta più piccola di stazza.

LE BANCHE PIÙ ALLETTANTI IN CASO DI INCORPORAZIONE

Prima di puntare sulle prede dobbiamo vedere se ci sono predatori. E la sorpresa è che sulla piazza italiana esistono molti potenziali predatori. Banche che non hanno desistito dal rinforzarsi nonostante la pessima congiuntura attraversata dal mercato azionario.

Banca Intesa, ad esempio, ha proseguito infatti imperterrita nell’acquisizione della Cassa di Risparmio di Firenze. Banca delle Marche sta subendo una corte serrata da parte di un paio d’ istituti.

Altre banche, rimaste fino ad ora a bocca asciutta, come la Banca Popolare di Milano o la Banca Popolare dell’Emilia Romagna, cercano disperatamente consorelle disposte al fidanzamento. Oppure istituti minori interessati ad essere acquisiti a prezzi elevati.

Come operare nello scegliere le prede?

Innanzitutto bisogna guardare la rete delle filiali delle principali banche italiane. UBI Banca ad esempio mostra un’elevata scarsità di sportelli in Toscana. E’ probabile perciò che il vertice prima o poi desideri sistemare la rete per coprire tutta la penisola. Molti altri importanti istituti hanno delle regioni scarsamente coperte.

Una volta selezionate le possibili prede si deve investigare sulla reale possibilità di una cessione. L’esempio di Piacenza è chiarissimo. Formalmente l’istituto cooperativo piacentino potrebbe essere un’ottima preda. Opera in una zona industriale, è radicato nel territorio, conta migliaia di soci/correntisti.

Ma non è in vendita. Al punto che su molte buste spedite dalla banca tro-neggia un timbro con questa frase “Banca di Piacenza, orgogliosa della propria indipendenza”.

Le possibili prede non devono avere

rapporti C/MP troppo elevati. Se tale parametro sale continuamente ed è giunto a superare stabilmente “quota 3” talune banche quotate in Borsa avevano ormai quasi toccato nella primavera del 2007 tale livello. La cessione perciò, anche se fosse avvenuta, non avrebbe potuto fruttare una succosa plusvalenza agli azionisti.

Tra le banche quotate si è spesso vociferato di una possibile acquisizione del Credito Emiliano, della Banca di Desio e della Brianza e di Banca Intermobiliare.

Credem è un redditizio e serio istituto, troppo grande per essere locale e troppo piccolo per essere di stazza europea. Sulla base di tale asserzione sono fioccate le illazioni. Su tale base le azioni avevano superato i 12 euro. Ma non è successo niente e le quotazioni hanno poi ripiegato.

Banco di Desio e della Brianza rappresenta un istituto molto interessante per la zona in cui opera. La famiglia che lo controlla ha però smentito ogni interesse nel liquidare il redditizio istituto.

Banca Intermobiliare era stata citata dalla stampa come possibile preda da parte di grosse banche europee. La smentita era stata immediata. Inoltre le traversie dei suddetti colossi transalpini devono avere gelato eventuali volontà espansionistiche nella Penisola.

Molto più interessante perciò è dedicarsi alla ricerca dei piccoli istituti, banche popolari locali o casse di risparmio recentemente privatizzate, presenti su tutto il territorio nazionale. L’articolo pubblicato nel gennaio 2008 da Investire segnalava 17 banche. Ma gli istituti interessanti sono ancor più numerosi.

E per di più totalmente ignorati dalla stampa finanziaria. Su tali banche deve concentrarsi l’interesse degli investitori.

Sceglieranno una banchetta con un rapporto C/MP attorno a 1-1,4 e incasseranno il dividendo che varia tra il 2,5% ed il 5% mediamente. In attesa di leggere magari su un giornale che il loro istituto è stato oggetto di incorporazione in una banca con maggiore mole. Con un concambio decisamente allettante. ■