

COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

L'OPS DI INTESA
SU UBI BANCA
E L'INVIDIA DEGLI DEI

► L'apertura di un'indagine da parte dell'Autorità Antitrust sull'ops di Intesa Sanpaolo nei confronti di Ubi Banca aggiunge un nuovo elemento a quelli che già gravano sull'operazione: un orientamento di associazioni di azionisti di Ubi che sarebbero contrari all'Offerta o chiederebbero una variazione delle condizioni e potrebbero arrivare al 28% circa del capitale dell'Istituto; i reciproci esposti presentati alla Consob; la richiesta della Banca-bersaglio che scatti la clausola di «eventi avversi» la quale sospenderebbe l'Offerta; le voci, poi smentite, di un intervento di Crédit Agricole come cavaliere bianco nell'operazione; i disegni, senza paternità e indicazione dei tempi, di un'ipotetica aggregazione di Ubi con il Montepaschi. L'Antitrust rileva che, da un lato, l'operazione potrebbe privare il mercato di un soggetto di medie dimensioni, qual è Ubi, destinato in un futuro non lontano a fungere da polo, il terzo in Italia, di concentrazione bancaria e, dall'altro, che con l'ops muterebbe la sostanziale simmetria tra Intesa e Unicredit privilegiando la prima. L'intervento risponde, naturalmente, a una logica nazionale e assume come mercati di riferimento quelli locali per valutare se vi sia una violazione della concorrenza e la formazione di una posizione dominante. Aldilà del giudizio perplesso che si può dare dell'ops di Intesa, ci si deve chiedere, in relazione allo sviluppo della concorrenza a livello europeo, se parametri nazionali, un tempo validi, oggi siano ancora attuali e non rischiano di diventare un freno alla competizione sul teatro europeo e su quello internazionale. Ciò, però, forse solleva un problema *de iure condendo* e dei rapporti con l'Antitrust europeo, anche esso da riformare. Più delicata è la questione della simmetria Intesa-Unicredit. In questo modo, se questo parametro dell'indagine venisse confermato, si rischierebbe di arrivare a cristallizzare il rapporto tra i due Istituti impedendo all'uno e all'altro di svilupparsi ancora a livello nazionale, se non crescendo entrambi ulteriormente con parallele acquisizioni. Sarebbe un esito a dir poco singolare. A questo riguardo, dovremmo essere, invece, nel campo della policy, piuttosto che in quello delle prescrizioni autoritative. In passato, quando la tutela della concorrenza bancaria era di competenza della Banca d'Italia, a cui fu sottratta nel 2005 con una dissenata operazione a seguito di una vera e propria rappresentanza contro l'autonomia dell'Istituto centrale, dopo fasi di fusioni e concentrazioni si esprimeva l'indirizzo dell'opportunità di digerire le operazioni compiute e, per esempio, di limitare gli eventuali sviluppi di aggregazione ai rami bassi del sistema. Ciò, però, sempre in una logica di transitorietà. Non va dimenticato, in ogni caso, che Intesa avrebbe fatto presente, anche se questa posizione andrà confermata, che accetterà pure un'adesione all'ops del 50% più un'azione, un risultato, però, che non le darebbe la possibilità di una fusione con Ubi. Insomma, la strada che si profila non è per nulla facile. Sono passaggi complessi quelli che riguardano il prezzo offerto, il contesto in cui l'operazione è venuta a calarsi, l'intervento dell'Antitrust. Pesa non aver optato *ab origine* per tentare un'Offerta decisamente consensuale. Forse la storia sarebbe stata diversa e gli ostacoli sicuramente minori. La forza e il prestigio di cui meritatamente si gode non sono sempre i migliori consiglieri. Se si eccede o se così sembra, allora bisogna guardarsi dall'«invidia degli dei», come diceva Carlo Azeglio Ciampi. Le operazioni di aggregazione, ristrutturazione e consolidamento promosse, soprattutto negli anni 90, dalla Banca d'Italia di Antonio Fazio dovrebbero costituire per tutti un esempio e un'ispirazione. (riproduzione riservata)

Angelo De Mattia

Se va avanti così le banche dovranno andare
in prima linea anche sul fronte dell'equity

DI GIOVANNI GILLI*

In questi giorni sta emergendo con chiarezza: nell'immediato l'ossigeno è la liquidità, ma domani sarà il capitale la vera merce rara. Il quadro non è rassicurante, almeno tre sono gli ostacoli: 1) Dimensioni dell'intervento: a fronte di possibili perdite cumulate di fatturato di circa 4/500 miliardi tamponate con debito, è irragionevole ipotizzare ricapitalizzazioni nell' intorno dei 100-120 miliardi solo per riequilibrare le strutture finanziarie nel breve? E che risorse paragonabili debbano poi sostenere gli investimenti per la fase di rilancio? 2) Rischiosità molto elevata: quale indice debiti/ebitda sarà reputato normale dopo l'erogazione degli agognati finanziamenti a garanzia statale? 3) Altissimo grado di dispersione: non un classico intervento da fondo di turnaround limitato a qualche decina di interventi ma una manovra di sistema allargata a migliaia di aziende anche di piccole e piccolissime dimensioni.

E allora, al di là della forte aspettativa per i contenuti del prossimo Decreto governativo (solo una cornice o anche programmi concreti questa volta?), può il nostro sistema finanziario movimentare tale potenza di fuoco senza ricadere in una macro-statalizzazione destinata a emulare i

40 anni di vita delle nostre gloriose Partecipazioni Statali? Costituzione di fondi pubblico/privati gestiti da operatori indipendenti sulla base di una governance che ne difenda l'autonomia; supporto anche fiscale alla raccolta dei fondi di private equity; utilizzo creativo di strumenti anche datati (azioni privilegiate, obbligazioni convertibili e convertende, mezzanini) ma oggi forse ancora utili per attivare nuove tipologie di investitori con diversi equilibri di rischio/rendimento e modalità di governance non penalizzanti per l'imprenditore, che nella fase di rilancio deve rimanere padrone in casa propria. Ma se tutto questo facesse fatica a decollare o avvenisse in tempi incompatibili con le necessità? Il rischio che le banche si possano trovare, loro malgrado, in prima linea anche su questa trincea non è escluso. Due sono i fronti che si potrebbero aprire: da un lato la chiamata di correo a contribuire in qualità di investitore istituzionale ai nuovi fondi di supporto al capitale di rischio in fase di lancio, dall'altro quelle che è facile prevedere saranno le molte e difficili decisioni di conversione di debito in equity per il riequilibrio

finanziario delle imprese in un sistema ancora bancocentrico. Posizioni che per numerosità e dimensioni solo in minima parte potranno essere eventualmente apportate ai fondi di cui sopra.

Le banche l'hanno fatto in passato, e anche bene, sia negli anni pre-crisi ante 2008 quando avevano al loro interno nuclei di p/e che avevano aiutato l'affermazione di importanti nomi del Made in Italy, e recentemente contribuendo con approccio anche industriale alla positiva risoluzione di casi aziendali complessi. Ma se applicato su larga scala si tratterebbe per il mondo bancario di un deciso aumento della rischiosità del modello di business in un momento in cui tutte le energie dovranno essere dirette al sostegno creditizio delle aziende. Speriamo si tratti veramente di un'opzione B, che il sistema riesca davvero a movimentare le risorse per rafforzare il capitale delle nostre industrie senza dover ricorrere in modo eccessivo al coinvolgimento del mondo bancario. Ma forse non è inutile che le grandi banche si preparino in caso di bisogno a riattivare e rafforzare le vecchie strutture e competenze dell'epoca passata. (riproduzione riservata)

*presidente Intrum Italy

Le valutazioni ai tempi del Covid-19

DI MARCO GHITTI*
E RONNY ZAPPELLA**

L'emergenza sanitaria da Covid-19 ha avuto un impatto tanto severo, quanto globale su ogni settore produttivo. Come hanno prontamente rilevato Francesco Giavazzi e Alberto Alesina sulle pagine del *Corriere della Sera*, a un'iniziale shock dell'offerta, si è aggiunto un perdurante shock della domanda. Stiamo assistendo a uno stravolgimento nel modo in cui le aziende si approvvigionano, realizzano e distribuiscono prodotti e servizi. Non siamo più di fronte al solo rischio (di mercato, di prodotto, finanziario), proprio di qualsiasi attività imprenditoriale, ma a un'incertezza diffusa.

Un aspetto sfidante, in questo contesto, riguarda le tematiche di tipo valutativo che le aziende devono affrontare ai fini della predisposizione dei propri bilanci, e non solo. Questa criticità avrà pesanti ripercussioni sui bilanci 2020 e potrebbe impattare anche i bilanci 2019 non ancora approvati, come peraltro ribadito in una pubblicazione da poco diffusa della Fondazione nazionale dei commercialisti. Come si valuta, dunque, un bene o un'azienda in un'incertezza come quella attuale? Un documento recentemente emanato dall'Ivsc (standard setter internazionale in tema di valutazioni), ci ricorda che è fondamentale distinguere il concetto di rischio da quello di incertezza valutativa. Così, per esempio, la valutazione di un'azione liquida presenta scarsa incertezza valutativa (entro un range di probabilità) sebbene il titolo stesso possa incorporare un elevato rischio di mercato (il prezzo può salire o scendere). L'Ivsc ci ricorda anzitutto che le valutazioni possono e debbono essere svolte anche in condizioni di incer-

tezza. Occorre però che la scelta dei parametri valutativi non assuma una distribuzione «normale» (gaussiana) e, quindi, un unico valore «centrale» (la media) sostanzialmente ignorando i valori estremi impliciti in tale distribuzione. Piuttosto, essa dovrà attribuire particolare peso proprio a questi ultimi valori, cosiddetti outlier, perché l'ipotesi di normalità potrebbe non trovare attualmente applicazione. Questo si traduce, in concreto, nella richiesta di maggiore sforzo per tutti i valutatori al fine di definire un ampio range di valori attesi relativamente ai principali parametri valutativi (per esempio, flussi di cassa) anziché appiattirsi su un unico valore medio, con la necessaria costruzione di scenari, soprattutto peggiorativi. L'Ivsc sollecita, inoltre, l'impiego congiunto di una pluralità di criteri valutativi stante la probabile insufficienza di input fattuali od osservabili affinché un singolo criterio possa produrre stime di valore attendibili. Queste raccomandazioni sono tutt'altro che irrilevanti considerando la quantità di poste contabili che richiedono una valutazione onde stimarne il relativo valore di bilancio. Finora il dibattito ha posto l'accento sulla persistenza del requisito della continuità aziendale al momento dell'approvazione dei bilanci 2019. Tuttavia, per i futuri bilanci, le tematiche valutative saranno decisive (sia in campo Ifrs sia Oic). Anzitutto, gli avviamenti e, in genere, le attività immateriali aventi vita utile indefinita che devono essere sottoposti, quantomeno annualmente, ad un apposito test di impairment. In

aggiunta, anche intangibili a vita utile definita e immobilizzazioni materiali devono essere sottoposte ad un simile test in presenza di indicatori di perdita di valore. È fuor di dubbio che l'attuale crisi integri tali indicatori e ponga quesiti circa la recuperabilità dei valori di carico delle immobilizzazioni, tutte, iscritte in bilancio. Oltre alle immobilizzazioni, altre attività di bilancio potrebbero subire impatti dalle valutazioni condotte in contesto di incertezza: le rimanenze di magazzino, per cui è necessario stimare il presumibile valore di realizzo; le imposte differite attive, per cui è necessario stimare la capacità di reddito futura; i crediti verso clienti, per cui è necessario stimare le perdite attese; gli investimenti in strumenti di capitale, per cui è necessario stimare il relativo fair value.

Emerge quindi un quadro in cui le valutazioni ai fini di bilancio assumono un ruolo centrale data l'odierna situazione di assoluta incertezza. Diviene, quindi, fondamentale poter disporre di valutazioni solide e trasparenti, basate su scenari multipli, affinché gli utilizzatori dei bilanci possano disporre di strumenti credibili su cui basare le proprie decisioni economiche. In questo quadro incerto, un importante punto di riferimento è dunque rappresentato dalle guidelines che i principali standard setter a livello globale stanno diffondendo, tra cui il recente documento dell'Ivsc. Non abbiamo ancora best practice in questo contesto, purtroppo. (riproduzione riservata)

*professor of Accounting and Finance - Skema Business School Paris. Socio fondatore di Sga
**consulente Sga