

BILANCI I casi NewsCorp e C. Suisse parlano chiaro. La borsa apprezza le operazioni di pulizia nei conti e punisce le società che continuano a registrare utili. È un segnale della sfiducia verso le politiche contabili

Se svaluto piaccio di più

di **Oliviero Lenci,**
Francesco Ninfolo
e **Silvio Olivero**

La svalutazione degli attivi non riguarda più soltanto i bilanci bancari. Ma la sorpresa è un'altra: la pulizia dei conti piace alla borsa. Il caso di NewsCorp è esemplare: il 5 febbraio ha annunciato perdite trimestrali per 6,4 miliardi dollari con svalutazioni per 8,4 miliardi. Il gruppo di Rupert Murdoch ha ridotto di 3,6 miliardi l'avviamento legato all'acquisizione del gruppo Dow Jones (che edita il *Wall Street Journal*), acquistato per 5,6 miliardi nell'agosto 2007. NewsCorp ha registrato poi altri 4,6 miliardi come svalutazioni su licenze televisive. Ebbene, venerdì 6 febbraio, primo giorno di borsa dopo l'annuncio, il titolo ha guadagnato il 3,1%. In generale. Gli operatori hanno insomma dimostrato finora di apprezzare la trasparenza del management: preferiscono fare i conti con la realtà piuttosto che immaginare il peggio. E le conseguenze sono positive anche per le società. Un altro esempio? Toyota è salita dell'1,6% sul listino di Tokyo dopo aver annunciato un rosso tre volte superiore alle attese. Qualche segnale è arrivato anche dal comparto finanziario: Credit Suisse ha recuperato il 10% quando ha annunciato (per il periodo ottobre-novembre) 3 miliardi di perdite, legate alla riduzione degli asset illiquidi. E ora anche alcuni grandi gruppi italiani industriali e finanziari, che continuano a macinare utili ma a perdere terreno a Piazza Affari, potrebbero puntare su una maggiore trasparenza facendo definitivamente pulizia in bilancio. Una mossa in questa direzione è stata anticipata dal presidente di Generali, Antoine Bernheim: «Ci saranno svalutazioni, come per tutti», ha dichiarato il 6 febbraio.

Ma la sfiducia degli investitori per i bilanci ufficiali si può misurare? Il migliore indicatore è rappresentato dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto, che ha raggiunto su tutti i principali mercati valori straordinariamente bassi. In condizioni normali le aziende «sane» quotano con multipli largamente superiori a 1, poiché il mercato premia la loro capacità di creare valore, ossia di generare redditi tali da remunerare più che adeguatamente il patrimonio netto. Attualmente invece, dei 600 titoli che compongono l'indice europeo DJ Stoxx 600, più di 200 capitalizzano meno dei mezzi propri: si tratta di un dato eccezionalmente elevato, tenuto conto che, sulla

IL RAPPORTO PREZZO/PATRIMONIO NELL'S&P/MIB			
	Prezzi/ mezzi propri		Prezzi/ mezzi propri
◆ Banco Popolare	0,26	◆ A2a	1,17
◆ Unicredit	0,32	◆ Bulgari	1,32
◆ Seat Pagine Gialle	0,38	◆ Lottomatica	1,33
◆ Pirelli & C.	0,48	◆ Enel	1,37
◆ Mps	0,49	◆ Eni	1,4
◆ Popolare di Milano	0,51	◆ Tenaris	1,53
◆ Fiat	0,51	◆ Fastweb	1,6
◆ Ubi Banca	0,52	◆ Atlantia	1,78
◆ Fondiaria Sai	0,53	◆ Alleanza Ass.	1,82
◆ Intesa Sanpaolo	0,61	◆ Ass. Generali	1,82
◆ Buzzi Unicem	0,64	◆ Mediaset	1,83
◆ Italcementi	0,67	◆ Mondadori	1,87
◆ Unipol	0,68	◆ Snam Rete Gas	1,97
◆ L'Espresso	0,76	◆ Luxottica	2,03
◆ S&P/Mib Index	0,8	◆ Saipem	2,12
◆ Telecom Italia	0,81	◆ Autogrill	2,21
◆ Parmalat	0,82	◆ Terna	2,34
◆ Mediobanca	0,97	◆ Mediolanum	2,84
◆ Impregilo	1,03	◆ Geox	3,23
◆ Finmeccanica	1,09	◆ Prysmian	4,11

Fonte: Bloomberg

AUMENTANO LE SOCIETÀ VALUTATE MENO DEI MEZZI PROPRI

Dati al 31 dicembre di ciascun anno, riferiti all'indice DJ Stoxx 600



IL LISTINO ITALIANO È IL PIÙ DEPRESSO

Indice	Paese	Rapporto prezzi/mezzi propri	
		Corrente	Media 10 anni
◆ Mib 30	Italia	0,86	2,10
◆ Cac 40	Francia	1,06	2,30
◆ Dax	Germania	1,12	1,80
◆ Nikkei	Giappone	0,87	1,70
◆ S&P 500	Stati Uniti	1,74	3,00

Fonte: elaborazione e stime Cellino e Associati Sim su dati FactSet

base di una stima di Cellino e Associati Sim, il livello medio degli ultimi 16 anni è stato di 63 titoli in queste condizioni, mentre il picco (raggiunto in corrispondenza dei minimi di borsa datati marzo 2003) fu di poco superiore a 100 titoli. Numerosi osservatori hanno sottolineato che la crisi attuale è degenerata in una crisi di fiducia: nata all'interno del mondo bancario, si è ben presto estesa all'intero sistema economico e finanziario. Il multiplo di cui stiamo parlando misura bene questa sfiducia: esso è infatti il rapporto fra ciò che il mercato «pensa» (espresso sotto forma di prezzo) e ciò che affermano ufficialmente le aziende nei loro bilanci. Osservare un livello del multiplo così basso significa che il mercato non ha più fiducia nelle aziende e nei loro bilanci: infatti i prezzi delle azioni non sono scesi soltanto in funzione di minori attese di utili futuri, com'è normale che sia in tempi di recessione, ma si sono spinti oltre, mettendo

in dubbio la solidità patrimoniale di molte società quotate. Per quanto riguarda le banche questo dubbio è legato naturalmente ai titoli «tossici»: gli operatori si domandano quante svalutazioni dovranno ancora essere effettuate e sono quindi scettici nei confronti della significatività dei patrimoni contabili da queste riportati.

Esiste però un elemento critico che colpisce gli stati patrimoniali di tutte le tipologie di aziende: si tratta dell'avviamento, una voce della quale oggi si parla ancora poco ma che potrebbe diventare di attualità se i mercati azionari non troveranno presto un equilibrio. L'avviamento (o goodwill) rappresenta il sovrapprezzo pagato da un'azienda, rispetto al patrimonio netto, quando ne acquisisce un'altra; è quindi normale che in tempi di crisi questa voce dell'attivo patrimoniale venga considerata assai poco realistica. L'avviamento attualmente pesa per il 36% sul

totale dei mezzi propri delle società che compongono l'indice DJ Stoxx 50: si tratta certamente di una misura rilevante, ma è a livello settoriale che si possono effettuare le osservazioni più interessanti. Il settore meno esposto al rischio di svalutazione dell'avviamento è quello petrolifero, per il quale il goodwill rappresenta meno del 10% del patrimonio netto. Sono relativamente al sicuro anche i titoli bancari (sui quali come detto gravano altri timori) e le utility, per le quali l'incidenza dell'avviamento è di circa il 30%. Nel comparto delle materie prime e della tecnologia il peso sfiora il 40%, mentre arriva quasi al 50% nella chimica e nell'industria. Tra i settori più a rischio ci sono i comparti telefonico (80%) e alimentare (76%). L'elevato valore del goodwill tra i titoli telefonici va ancora in larga misura ricondotto alle acquisizioni che le società portarono a termine ai tempi della bolla Internet a prezzi molto superiori rispetto a quelli attuali. Potrebbe invece essere considerato meno preoccupante il dato per il settore alimentare, dove l'accumulo d'avviamento è il frutto di una lunga fase di consolidamento settoriale.

In generale, il fatto che i mercati azionari esprimano tanto pessimismo non è certamente confortante: se nell'economia reale si dovesse realizzare ciò che i prezzi stanno scontando, i prossimi anni saranno davvero molto difficili. D'altro canto, pensare che tante brutte notizie siano già scritte nelle quotazioni correnti induce almeno a un po' d'ottimismo sulla possibilità che il ribasso sia vicino alla conclusione. Una nota particolare, infine, va dedicata all'uso del rapporto tra prezzo e mezzi propri per selezionare titoli sottovalutati. È disponibile infatti un'abbondante letteratura che indica il basso livello del multiplo come una discriminante per costruire portafogli destinati a realizzare performance migliori del mercato. Ma nell'attuale congiuntura pensiamo possa essere imprudente l'approccio ora menzionato: la lettura del rapporto è infatti complicata dai fattori sopra menzionati. Per cogliere le numerose opportunità d'investimento che riteniamo essere presenti sui mercati, sono più efficaci gli approcci che combinano l'impiego di più multipli, come nella tradizione del value investing. Al multiplo del rapporto tra prezzo e mezzi propri, in questo frangente dei mercati azionari, affideremo più volentieri il compito di indicare quali titoli non comprare piuttosto che quelli su cui investire. (riproduzione riservata)