

Analisi della performance degli intermediari creditizi

Lezione 5 – L'analisi dei processi di creazione di valore

Università di Bologna

Facoltà di Economia, Forlì – 14 gennaio 2011

Alberto Balestreri

Temi della lezione (e domande di esame)

- 1. Sotto quali profili il processo di creazione di valore assume importanza nelle banche?**
- 2. Quali metodi di valutazione vengono correntemente utilizzati per valutare una banca?**
- 3. Perché è bene andare oltre al ROE?**
- 4. Come si valuta una banca utilizzando il P/E di banche comparabili?**
- 5. Come si valuta una banca utilizzando il M/BV di banche comparabili?**
- 6. Come si valuta una banca utilizzando i dividendi attesi?**
- 7. Come si valuta la creazione di valore di una banca?**

**1. Sotto quali profili il
processo di creazione di
valore assume importanza
nelle banche?**

1. Modelli di remunerazione del management ...

Il Financial Stability Board ha emanato nuovi principi in materia volti a garantire maggiore coerenza tra la remunerazione del management e la creazione di valore nel lungo periodo. Gli aspetti principali riguardano:

- 1) l'eliminazione di gratifiche (bonus) minime pluriennali garantite;
- 2) la previsione che una quota significativa della remunerazione complessiva sia su base variabile, da pagare prevalentemente in azioni o strumenti assimilati;
- 3) la richiesta di differire nel tempo la corresponsione di una parte significativa di tale quota variabile della remunerazione, di collegarla ai risultati aziendali e assoggettarla a clausole di restituzione appropriate;
- 4) la limitazione della quota variabile della remunerazione determinata in percentuale dei ricavi netti complessivi, qualora tale quota sia in contrasto con il mantenimento di una base patrimoniale robusta;
- 5) la garanzia che i comitati per le remunerazioni delle banche agiscano in modo indipendente;
- 6) una maggiore informativa al mercato sui sistemi di remunerazione.

... e controlli della Vigilanza.

Le autorità di vigilanza dovranno esaminare le politiche e le strutture di remunerazione delle banche e potranno richiedere opportuni interventi, compresa l'imposizione di requisiti patrimoniali aggiuntivi e la modifica della struttura delle remunerazioni nel caso di istituzioni finanziarie in crisi o che richiedano interventi di sostegno pubblico.

2. Governance

“La valutazione della struttura proprietaria delle banche riguarda anche gli assetti di corporate governance.

Gli organi di vertice della società costituiscono il fulcro di un equilibrato assetto di governance, che realizzi il bilanciamento dei poteri e favorisca la dialettica aziendale. Soltanto attraverso una composizione qualitativamente adeguata degli organi sociali in termini di consapevolezza del proprio ruolo strategico, professionalità, obiettività e autonomia di giudizio è possibile conseguire l’obiettivo di creare valore per tutti gli azionisti.

Il principio, valido per tutte le società, è ancor più rilevante per le banche, nelle quali, oltre alla creazione di valore, l’operato degli amministratori deve essere diretto alla tutela della sana e prudente gestione dell’intermediario.

Quale che sia il modello di governo societario prescelto, deve essere assicurata una chiara ripartizione delle responsabilità degli organi aziendali.

Sovrapposizioni di competenze ostacolano l’efficienza del processo decisionale; la chiarezza delle linee di responsabilità è anche presidio di stabilità.

“Dalla proprietà pubblica a quella privata: concorrenza ed efficienza del sistema bancario italiano”

Anna Maria Tarantola

Banca d’Italia - Direttore Centrale per la Vigilanza creditizia e finanziaria

3. Ruolo dei controlli interni.

“È essenziale che le banche acquisiscano piena consapevolezza del fatto che il sistema dei controlli interni non è un centro di costo ma uno strumento di creazione di valore; anche gli investimenti - organizzativi, patrimoniali, professionali – in tale settore si traducono, riducendo i rischi e migliorando l’efficienza organizzativa, in crescita economica.”

Il sistema dei controlli interni nella governance bancaria

Anna Maria Tarantola

Banca d’Italia - Direttore Centrale per la Vigilanza creditizia e finanziaria

4. Ruolo della compliance.

“Il rispetto delle norme e la correttezza negli affari costituiscono elementi fondamentali nello svolgimento dell'attività bancaria, che per sua natura è fondata sulla fiducia.

L'evoluzione dei mercati finanziari, in termini di innovazione dei prodotti, di trasferimento del rischio e di proiezione internazionale, rende più complessi l'identificazione e il controllo dei comportamenti che possono dar luogo a violazioni di norme, di standard operativi, di principi deontologici ed etici dell'attività di intermediazione.

Nel mutato contesto è necessario, da un lato, promuovere una cultura aziendale improntata a principi di onestà, correttezza e rispetto non solo della lettera, ma anche dello spirito, delle norme; dall'altro, approntare specifici presidi organizzativi, volti ad assicurare il rigoroso rispetto delle prescrizioni normative e di autoregolamentazione.

... e creazione di valore.

A tal fine, assume particolare rilievo la costituzione all'interno delle banche e dei gruppi bancari di una specifica funzione dedicata al presidio e al controllo della conformità.

Le disposizioni di Vigilanza dettano principi di carattere generale, volti a individuare le finalità e i principali compiti della funzione di conformità, riconoscendo nel contempo alle banche piena discrezionalità nella scelta delle soluzioni organizzative più idonee ed efficaci per realizzarli. Esse si applicano alle banche e ai gruppi bancari secondo il principio di proporzionalità, in coerenza quindi con le specifiche caratteristiche dimensionali e operative.

La funzione di conformità svolge un ruolo di rilievo nella creazione di valore aziendale, attraverso il rafforzamento e la preservazione del buon nome della banca e della fiducia del pubblico nella sua correttezza operativa e gestionale.

Banca d'Italia
DISPOSIZIONI DI VIGILANZA
La funzione di conformità (compliance)

2. Quali metodi di valutazione vengono correntemente utilizzati per valutare una banca?

Gli analisti finanziari utilizzano in genere i seguenti metodi:

1. Applicazione di multipli di mercato:
 - Price/Earning (P/E)
 - Market / Book Value (M/BV)
2. Valore attuale dei dividendi futuri;
3. Valore attuale degli utili futuri.

Vi sono anche alcune metodologie che cercano di comprendere se il management sia riuscito, o meno, ad aumentare il valore della banca disegnando una struttura degli asset coerente con la massimizzazione del valore nel tempo.

Ecco i dati della banca da valutare

Banca oggetto di valutazione	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media
Utile netto di esercizio (milioni di euro)	130,6	93,2	76,4	53,2	70,2	90,5	110,4	89,2
Pay-out (in % degli utili netti di esercizio)	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Monte dividendi (milioni di euro)	65,3	46,6	38,2	26,6	35,1	45,3	55,2	44,6
Patrimonio netto (milioni di euro) ad inizio esercizio	1.280,0	1.345,3	1.391,9	1.430,1	1.456,7	1.491,8	1.537,1	1.419,0
Patrimonio netto (milioni di euro) con utili accantonati	1.345,3	1.391,9	1.430,1	1.456,7	1.491,8	1.537,1	1.592,3	1.463,6
Patrimonio netto (milioni di euro) con utile di esercizio	1.410,6	1.503,8	1.580,2	1.633,4	1.703,6	1.794,1	1.904,5	1.647,2
ROE (su patrimonio netto di inizio esercizio)	10,2%	6,9%	5,5%	3,7%	4,8%	6,1%	7,2%	6,3%
Numero azioni emesse ed in circolazione	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904
Patrimonio netto per azione (euro)	100,0	103,4	106,3	108,2	110,8	114,2	118,3	108,7
Dividendo per azione (euro)	4,9	3,5	2,8	2,0	2,6	3,4	4,1	3,3
Utili per azione - EPS (euro)	9,70	6,92	5,68	3,95	5,22	6,72	8,20	6,6

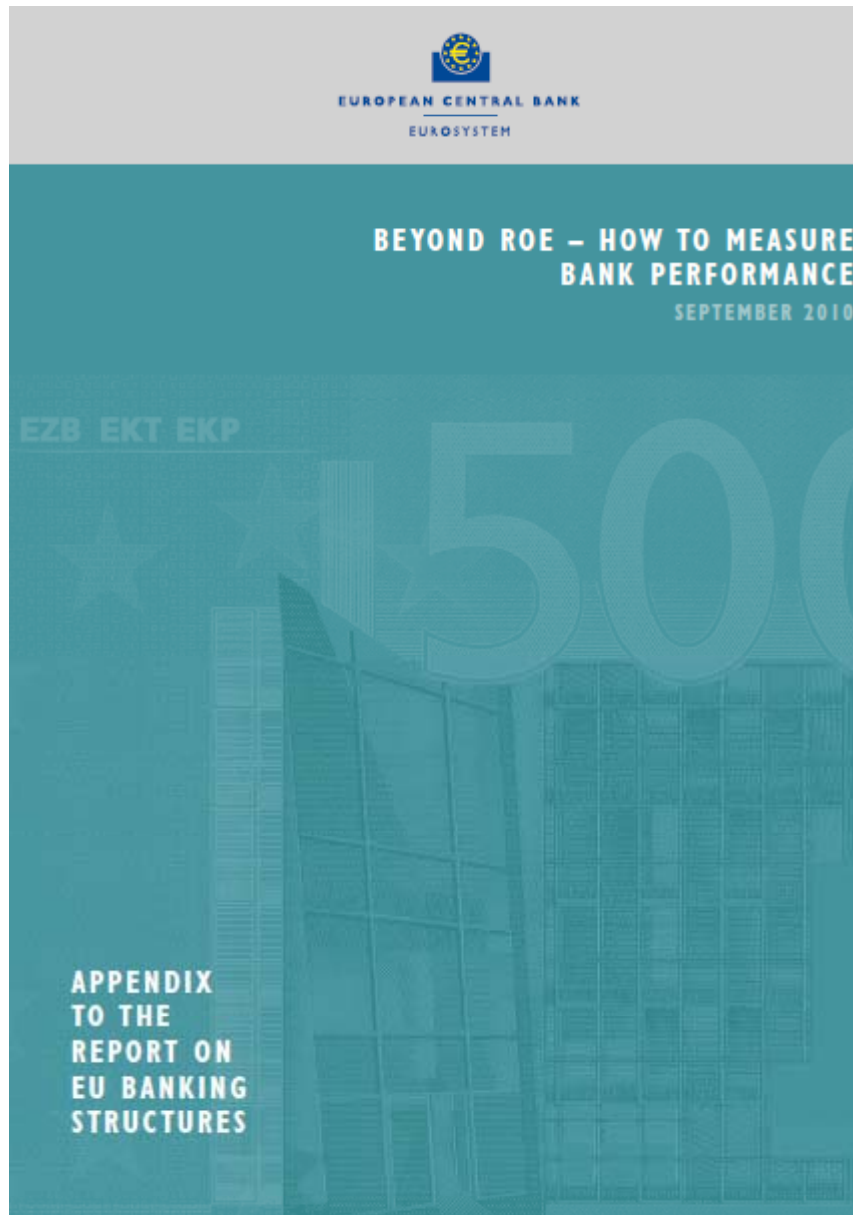
... quelli della banca comparabile quotata

Banca comparabile	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media
Utile netto di esercizio (milioni di euro)	245,0	196,0	156,8	125,4	100,4	120,4	144,5	155,5
Pay-out (in % degli utili netti di esercizio)	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Monte dividendi (milioni di euro)	147,0	117,6	94,1	75,3	60,2	72,3	86,7	93,3
Patrimonio netto (milioni di euro) ad inizio esercizio	1.536,0	1.634,0	1.712,4	1.775,1	1.825,3	1.865,4	1.913,6	1.751,7
Patrimonio netto (milioni di euro) con utili accantonati	1.634,0	1.712,4	1.775,1	1.825,3	1.865,4	1.913,6	1.971,4	1.813,9
Patrimonio netto (milioni di euro) con utile di esercizio	1.781,0	1.977,0	2.133,8	2.259,2	2.359,6	2.480,0	2.624,5	2.230,7
ROE (su patrimonio netto di inizio esercizio)	16,0%	12,0%	9,2%	7,1%	5,5%	6,5%	7,6%	9,1%
Numero azioni emesse ed in circolazione	28.567.089	28.567.089	28.567.089	28.567.089	28.567.089	28.567.089	28.567.089	28.567.089,0
Patrimonio netto per azione (euro)	57,2	59,9	62,1	63,9	65,3	67,0	69,0	63,5
Dividendo per azione (euro)	5,1	4,1	3,3	2,6	2,1	2,5	3,0	3,3
Utili per azione - EPS (euro)	8,58	6,86	5,49	4,39	3,51	4,22	5,06	5,4
Prezzo medio per azione (euro, media annua)	134,0	93,8	65,7	46,0	32,2	48,3	72,4	70,3
Price / Earnings - P/E	15,6	13,7	12,0	10,5	9,2	11,4	14,3	12,4
Price / Dividend - P/D	26,0	22,8	19,9	17,4	15,3	19,1	23,9	20,6
M/BV	2,34	1,56	1,06	0,72	0,49	0,72	1,05	1,1

... e le loro principali differenze:

Banca oggetto di valutazione / banca comparabile	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media
Utile netto di esercizio (diff. %)	-46,7%	-52,4%	-51,3%	-57,6%	-30,0%	-24,8%	-23,6%	-42,6%
Pay-out (diff. in p.p.)	- 10,0	- 10,0	- 10,0	- 10,0	- 10,0	- 10,0	- 10,0	- 10,0
Monte dividendi (diff. %)	-55,6%	-60,4%	-59,4%	-64,7%	-41,7%	-37,4%	-36,3%	-52,2%
Patrimonio netto ad inizio esercizio (diff. %)	-16,7%	-17,7%	-18,7%	-19,4%	-20,2%	-20,0%	-19,7%	-19,0%
Patrimonio netto con utili accantonati (diff. %)	-17,7%	-18,7%	-19,4%	-20,2%	-20,0%	-19,7%	-19,2%	-19,3%
Patrimonio netto con utile di esercizio (diff. %)	-20,8%	-23,9%	-25,9%	-27,7%	-27,8%	-27,7%	-27,4%	-26,2%
ROE (diff. in p.p.)	- 5,7	- 5,1	- 3,7	- 3,3	- 0,7	- 0,4	- 0,4	- 2,8
Numero azioni emesse ed in circolazione (diff. %)	-52,9%	-52,9%	-52,9%	-52,9%	-52,9%	-52,9%	-52,9%	-52,9%
Patrimonio netto per azione (diff. %)	74,8%	72,5%	71,0%	69,4%	69,7%	70,5%	71,4%	71,3%
Dividendo per azione (diff. %)	-5,7%	-15,9%	-13,8%	-25,0%	23,7%	32,9%	35,1%	1,5%
Utili per azione - EPS (diff. %)	13,1%	0,9%	3,4%	-10,0%	48,5%	59,5%	62,2%	21,8%

3. Perché è bene andare oltre il ROE?



1. Il livello di ROE deve essere sostenibile nel tempo
2. Livelli elevati di ROE possono risultare connessi a contenute dotazioni di capitale
3. L'analisi delle determinanti del ROE non è consistente in tempi di elevata volatilità

Alcune osservazioni utili

- **Performance:** capacità di generare livelli di profittabilità sostenibili nel tempo
- Elevati livelli di **profittabilità** sono importanti sia per gli azionisti che per lo sviluppo dei livelli di patrimonializzazione della banca (Tier 1)
- Quattro principali **driver della profittabilità:** utili, efficienza, assunzione di rischi e *leverage*
- Differenti *stakeholders* hanno percezioni diverse della profittabilità di una banca

Limiti del ROE

- Non è un indice sensibile al rischio assunto dalla banca
- Non è un indice che permette di apprezzare la sostenibilità della performance
- È un indice di breve termine
- Non consente di apprezzare in modo adeguato fattori ed elementi straordinari
- Può essere un indice mal interpretabile e facilmente manipolabile
- Può fornire incentivi distorti al management

Table 1 Analyst indicator preference ranking by category

Category of indicators	Type	Bank analysts	Consultants	Rating agencies
<i>Revenue and cost</i>	Net interest income metrics - including after the deduction of impairment charges	1	1	
	- net interest income/interest-bearing assets			1
	Share of key income sources - Share of trading income	2		2
	<i>Efficiency</i>	Return on tangible equity	1	
Cost-to-income - Cost-to-income including impairments		2	2	1
Return-on-risk-weighted assets			1	2
Return on equity (RoE)		3		
Return on assets (RoA)			3	
<i>Market-based</i>		Price-to-tangible equity (P/TE)	1	1
	Credit default swap (CDS)	2	2	2
	Price-to-earnings (P/E)	3		
	Senior debt spread			1
	Distance to default (DD)		3	
<i>Credit risk</i>	Impairment charges as a percentage of total loans	1	1	3
	Coverage ratio	3	2	1
	Non-performing loans (NPLs) ratio - Net NPLs/regulatory own funds	2	3	2
				4

Note: The ranks were derived by averaging respondents' replies to question 2 of the questionnaire (see Annex 2).

Quali valutazioni debbono integrare il ROE?

- Rischi associati con la produzione di valore
 - Capacità di funding
 - Qualità degli asset
 - Qualità del capitale
 - Costo del capitale
 - Allocazione del capitale tra linee di business (economic capital)
 - Pianificazione finanziaria
 - ...
- ... tutti elementi che consentono di:
- a) delineare una migliore percezione delle performance future;
 - a) valutare le caratteristiche strutturali della banca meno esposte agli andamenti del mercato.

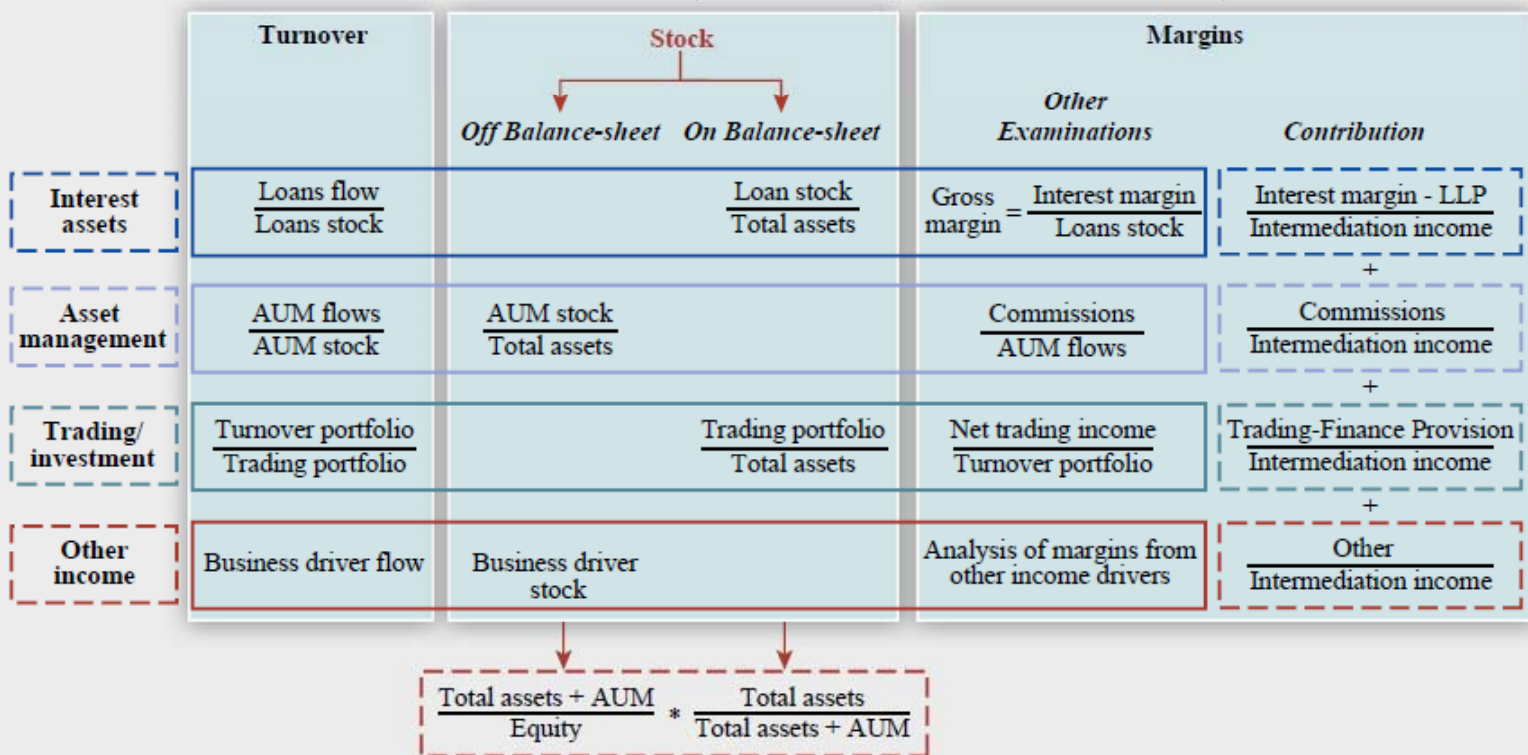
Quali modifiche sono attese/richieste?

- Più approfondita analisi di come le banche generano profitti
- Maggiore *disclosure* delle pratiche interne di stress test
- Migliore conoscenza delle opinioni dei soggetti preposti ai controlli (*vigilanza in primis*) circa la consistenza tra modello di business e performance
- Nuovo e più importante ruolo delle funzioni di gestione e controllo dei rischi
- Maggiore sensibilità dell'organo di supervisione strategica ai livelli di rischio assunti dalla banca

$$RoE = \frac{\text{Non-recurring revenues}}{\text{Recurring revenues}} * \frac{\text{Leverage}}{\text{Cost efficiency}} = \frac{\text{Pre-tax profit}}{\text{Operating income}} * \frac{\text{Total assets}}{\text{Equity}} * \frac{\text{Net revenue}}{\text{Total assets}} * \frac{\text{Operating income}}{\text{Net revenue}}$$



$$= \frac{\text{Total assets}}{\text{Equity}} * \frac{\text{Intermediation income}}{\text{Total assets}} * \frac{\text{Operating income}}{\text{Intermediation income}}$$



Direzioni di lavoro

- È necessario pervenire alla definizione di un ampio e solido *performance framework (PF)* che sia fondato su dati ed informazioni qualitative della singola banca
- All'interno di tale PF il ROE può svolgere un utile ruolo di supporto alla comunicazione con il mercato
- In termini di analisi prospettica, il PF deve consentire di valutare la consistenza tra l'appetito al rischio e la strategia e modello di business adottato dalla banca
- In termini di comunicazione al mercato, sarebbe bene poter separare gli elementi strutturali della performance da quelli maggiormente esposti agli andamenti del mercato
- Sarà comunque indispensabile migliorare i processi di risk management ed i modelli di governance della banca
- È necessario intensificare il dialogo tra management, autorità di vigilanza e mercati (*disclosure*).

4. Come si valuta una banca utilizzando il P/E di banche comparabili?

A) Quale è il Price/Earning (P/E) delle banche comparabili?

- Individuare banche quotate che per dimensione, modello di business e operatività territoriale siano comparabili;
- Determinare una media recente dei prezzi delle azioni di ciascuna banca comparabile (ultimi 30, 60 o 90 gg.);
- Determinare il P/E storico di ciascuna delle banche comparabili sulla base:
 - degli utili netti dell'ultimo bilancio approvato;
 - degli utili netti dell'ultimo triennio (e dei relativi prezzi medi dell'azione);
- Acquisire il P/E prospettico di ciascuna banca comparabile:
 - per l'esercizio in corso;
 - P/E atteso dagli analisti per gli esercizi successivi.

B) A quanto ammonta l' Earning Per Share (EPS) della banca oggetto della valutazione?

1. Individuare il numero di azioni in circolazione della banca oggetto di valutazione;
2. Determinare il numero di azioni che saranno in circolazione post aumenti di capitale già deliberati, conversioni di obbligazioni o bonus che potranno essere esercitati;
3. Acquisire gli utili netti attesi per l'esercizio in corso (preconsuntivo);
4. Acquisire gli utili attesi per gli esercizi futuri:
 - tramite i piani industriali della banca approvati dal CdA;
 - mediante un modello proprietario di valutazione;
5. Valutare eventuali operazioni straordinarie che potrebbero determinare impatti sugli utili netti attesi per l'esercizio in corso e per quelli successivi;
6. Determinare, per l'esercizio in corso e per quelli futuri, l'EPS della banca oggetto di valutazione.

C) Quanto valgono le azioni della banca?

Ipotizzando che il mercato valuti gli utili della banca oggetto di valutazione con gli stessi criteri utilizzati per le banche quotate impiegate come banche comparabili,

il valore dell'azione della banca oggetto di valutazione si colloca in un intervallo determinato dal prodotto fra:

- a) il P/E di ciascuna delle banche comparabili;
- b) l'EPS prospettico della banca oggetto di valutazione.

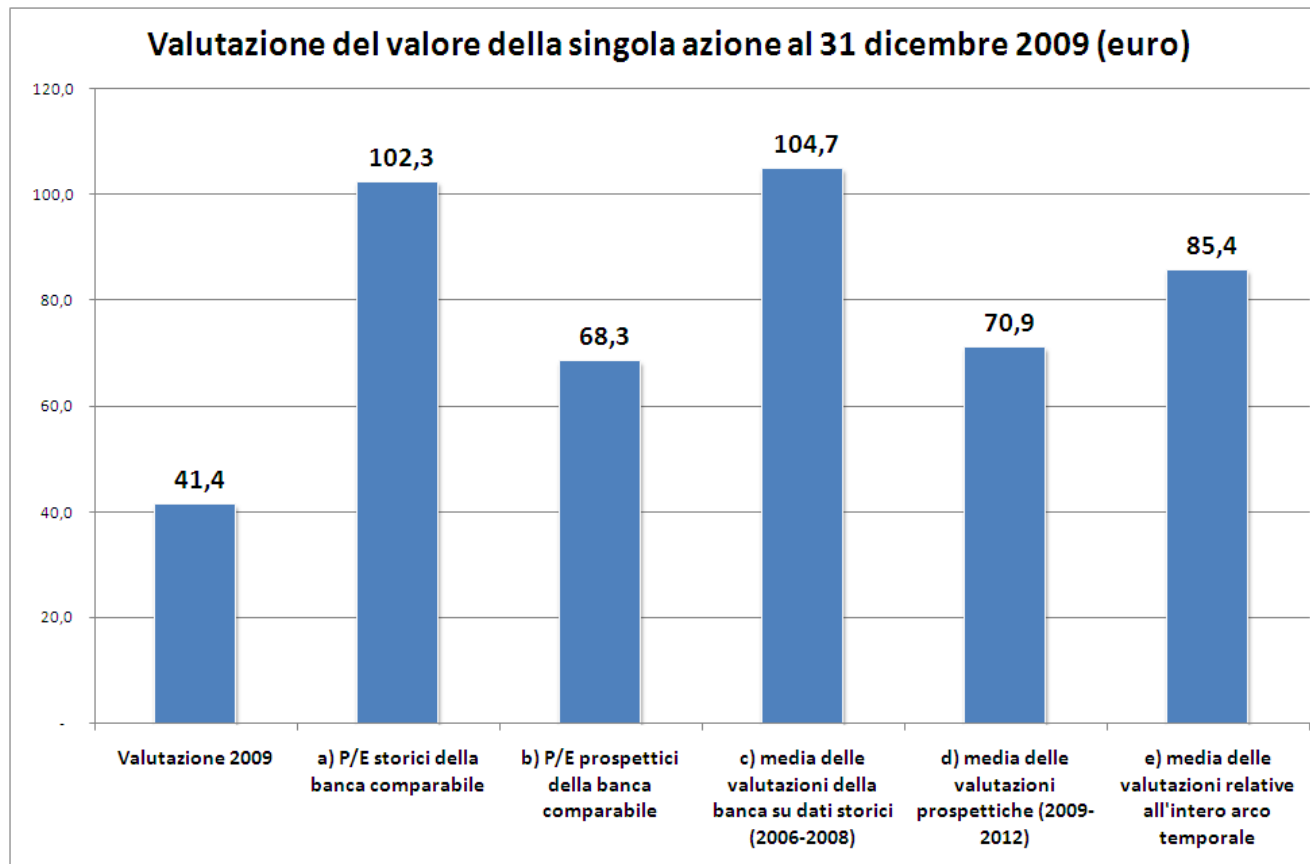
È comunque opportuno considerare anche la dinamica temporale del predetto rapporto.

Quale valutazione?

Banca oggetto di valutazione	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Utile netto di esercizio (milioni di euro)	130,6	93,2	76,4	53,2	70,2	90,5	110,4
Numero azioni emesse ed in circolazione	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904
Utili per azione - EPS (euro)	9,70	6,92	5,68	3,95	5,22	6,72	8,20
Banca comparabile	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prezzo medio per azione (euro, media annua)	134,0	93,8	65,7	46,0	32,2	48,3	72,4
Utili per azione - EPS (euro)	8,58	6,86	5,49	4,39	3,51	4,22	5,06
Price / Earnings - P/E	15,6	13,7	12,0	10,5	9,2	11,4	14,3
Valutazione della banca							
Valutazione per azione (euro)	151,6	94,7	67,9	41,4	47,8	77,0	117,4
Valutazione complessiva (milioni di euro)	2.040,6	1.274,2	913,9	556,9	642,9	1.036,1	1.579,9

Metodi alternativi	
a) P/E storici della banca comparabile	
Media dei P/E storici delle banche comparabili	13,8
Media degli EPS storici della banca oggetto di valutazione	7,4
Valutazione per azione (euro)	102,3
Valutazione complessiva (milioni di euro)	1.376,2
b) P/E prospettici della banca comparabile	
Media dei P/E prospettici delle banche comparabili	11,3
Media degli EPS prospettici della banca oggetto di valutazione	6,0
Valutazione per azione (euro)	68,3
Valutazione complessiva (milioni di euro)	919,9
c) media delle valutazioni della banca su dati storici (2006-2008)	
Valutazione per azione (euro)	104,7
Valutazione complessiva (milioni di euro)	1.409,6
d) media delle valutazioni prospettiche (2009-2012)	
Valutazione per azione (euro)	70,9
Valutazione complessiva (milioni di euro)	953,9
e) media delle valutazioni relative all'intero arco temporale	
Valutazione per azione (euro)	85,4
Valutazione complessiva (milioni di euro)	1.149,2

Valutazioni basate su P/E



4. Come si valuta una banca utilizzando il M/BV di banche comparabili?

A) Quale è il Market / Book Value (M/BV) delle banche comparabili?

- Individuare banche che per dimensione, modello di business e operatività territoriale siano comparabili e siano quotate;
- Determinare una media dei prezzi delle azioni di ciascuna banca comparabile che sia recente (ad esempio la media dei prezzi degli ultimi 30, 60 o 90 gg.);
- Determinare l'entità più recente (bilancio, semestrale) del patrimonio netto della banca comparabile ed il numero delle azioni cui esso è riferibile;
- Determinare il rapporto tra il prezzo dell'azione ed il contenuto patrimoniale della singola azione (patrimonio netto/numero azioni emesse)

B) Quanto valgono le azioni della banca?

Ipotizzando che il mercato valuti il patrimonio netto della banca oggetto di valutazione con gli stessi criteri utilizzati per le altre banche, il valore dell'azione della banca è dato dal prodotto fra:

- a) il M/BV delle banche comparabili;
- b) il patrimonio netto della banca oggetto di valutazione.

Caso di studio

Banca oggetto di valutazione	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Utile netto di esercizio (milioni di euro)	130,6	93,2	76,4	53,2	70,2	90,5	110,4
Patrimonio netto (milioni di euro)	1.280,0	1.332,2	1.369,5	1.400,1	1.421,4	1.449,4	1.485,6
Numero di azioni emesse	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904	13.458.904
Patrimonio netto per azione (euro)	95,1	99,0	101,8	104,0	105,6	107,7	110,4
ROE	10,2%	7,0%	5,6%	3,8%	4,9%	6,2%	7,4%
Banca comparabile							
Prezzo medio dell'azione (euro)	134,0	93,8	65,7	46,0	32,2	48,3	72,4
EPS (euro)	8,58	6,86	5,49	4,39	3,51	4,22	5,06
P/E	15,6	13,7	12,0	10,5	9,2	11,4	14,3
Patrimonio netto per azione	60,0	90,0	100,0	100,0	100,0	110,0	120,0
M/BV	2,2	1,0	0,7	0,5	0,3	0,4	0,6
ROE	14,3%	7,6%	5,5%	4,4%	3,5%	3,8%	4,2%
Valutazione della banca							
Valutazione per azione (euro)	212,4	103,2	66,8	47,8	34,0	47,2	66,6
Valutazione complessiva (milioni di euro)	2.858,7	1.388,5	899,2	643,5	457,3	635,9	896,2

**5. Come si valuta una banca
utilizzando i dividendi
attesi?**

Dal punto di vista dell'azionista ...

... ciò che conta sono i dividendi per cassa che saranno acquisiti mediante l'investimento in azioni.

La valutazione dell'azione dipende pertanto dalle previsioni dei dividendi che saranno incassati nel futuro.

Questo metodo richiede:

- a) una valutazione accurata degli utili e dei pay-out dei successivi 3 o 5 esercizi;
- b) la determinazione del valore dell'azione a partire dal 4° o 6° esercizio come perpetuità.

Dal punto di vista dell'azionista ...

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pay-out	70%						
Dividendo per azione	6,79	4,85	3,97	2,77	3,65	4,71	5,74

7,00% Tasso di attualizzazione
4,00% PIL nom. (risk reduction)

	Valori attuali	
	2010	2,44
	2011	2,94
	2012	3,35
		8,72
		8,7%
Media triennio in perpetuità	111,90	91,35
		91,3%
Valore per azione		100,07
		100,0%
Valore della banca (milioni di euro)		1.346,8

4,85	2006
3,46	2007
2,84	2008
1,98	2009
2,44	2010
2,94	2011
3,35	2012
3,12	Media
104,05	
1.400,41	

Questo modello

... può essere generalizzato a qualsiasi figura di flusso di cassa generato dalla banca e che è di interesse per l'azionista, quale ed esempio gli utili netti.

A differenze dei metodi basati sui multipli di mercato, che devono comunque essere considerati, i metodi fondati sull'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF) forniscono una misura più stringente della ricchezza generata da una entità economica.

La scelta di un tasso di attualizzazione più o meno aggressivo differenzia il rischio implicito nella valutazione.

6. Come si valuta la creazione di valore di una banca?

Obiettivi da conseguire

1. Definire un metodo di analisi delle fonti di creazione di valore di una banca che sia trasparente e coerente con i nuovi principi contabili;
2. Individuare uno strumento di lavoro che rappresenti per il management una base di riferimento utile per la gestione dei processi di creazione di valore.

Valutazione condotta su due livelli

1. Valutazione delle attività e delle passività di bilancio che, come noto, generano ricavi sotto forma di margine di interesse;
2. Valutazione delle linee di business che, pur non essendo rappresentate nello stato patrimoniale (quali ad esempio asset management, attività di intermediazione, ecc...), generano rilevanti flussi commissionali.

Parte A. La valutazione delle attività e delle passività di bilancio

	2010				2011			
	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Ricavi di competenza	Bilancio al 31 dicembre	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Ricavi di competenza	Bilancio al 31 dicembre
Cassa ed attività finanziarie	2.000	2,00%	40	2.000	2.040	2,00%	41	2.040
Crediti verso banche	3.000	1,00%	30	3.000	3.030	1,00%	30	3.030
Crediti verso la clientela	9.000	5,00%	450	9.000	9.450	5,00%	473	9.450
Partecipazioni, attività materiali ed immateriali	500			500	500			500
Totale attività	14.500		520	14.500	15.020		544	15.020
	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Costi di competenza		Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Costi di competenza	
Passività								
Debiti verso banche	2.000	1,00%	20	1.973	1.973	1,00%	20	1.941
Debiti verso clientela	7.000	0,50%	35	7.000	7.000	0,50%	35	7.000
Titoli in circolazione	4.043	1,50%	61	4.043	4.537	1,50%	68	4.537
Patrimonio netto	1.457		-	1.483	1.510		-	1.542
Totale passivo e netto	14.500		116	14.500	15.020		123	15.020
	-				-			-
Margine lordo			404				421	
Costi operativi			78%				75%	
Utile ante imposte			89,0				106,9	
Imposte (40%)			35,6				42,8	
Utile netto			53,4				64,1	
ROE			3,7%				4,2%	
Dividendi erogati (31/12)			26,7				32,1	

Ipotizzando che ...

1. non esistano rischi di credito, di mercato ed operativi;
2. la banca non eroghi alcun servizio (solo margine di interesse);
3. la banca abbia una vita attesa di due anni, il 2010 ed il 2011 (oppure sia questo l'orizzonte temporale prescelto dall'investitore);
4. i volumi medi annui degli stock corrispondano a quelli di fine esercizio e prevedano clausole di variazione dei tassi di interessi solo al termine del primo biennio;
5. gli interessi attivi e passivi sono rispettivamente incassati e pagati al termine di ciascun esercizio;
6. non vi siano costi di transazione relativi alla cessione o all'acquisto di attività e passività;
7. il tasso impiegato per la valutazione (risk-free) sia il 3%.

.... i metodi di valutazione adottabili – con riferimento alla data del 1° di gennaio 2010 – sono quattro:
1) patrimonio netto contabile

Il valore della banca è dato dalla differenza tra il valore di bilancio delle attività e delle passività.

Questo metodo di valutazione non ha però senso compiuto dato che non tiene conto del *fair value* di tutte le attività e le passività della banca e dei dividendi che possono comunque essere erogati nel periodo di riferimento.

Considerando l'entità del patrimonio netto nel biennio considerato, si ottengono i seguenti valori:

(dati in milioni di euro, in corsivo i valori non attualizzati)	Valore al 01/01/2010	31/12/2010	31/12/2011
1) Valutazione al patrimonio netto	1.456,7		
	1.440,2	1.483,4	
	1.453,6		1.542,1

2) valore di liquidazione

In questo caso il valore della banca è dato dalla differenza tra *il valore corrente* delle attività e delle passività, determinato in funzione dei tassi di interesse di mercato in vigore alla data di valutazione della banca (e quindi non alla data di *origination* delle attività e delle passività).

La valutazione di ogni singola classe di attività e di passività viene effettuata utilizzando la seguente formula:

$$V = (\text{Stock} + \text{flussi di interessi generati nel corso dell'esercizio}) / (1 + \text{tasso di interesse di mercato della specifica classe di attività o passività alla data di liquidazione})$$

Ovviamente il valore corrente di ciascun elemento dell'attivo e del passivo viene poi attualizzato alla data di valutazione (per noi 1/1/2010).

Se consideriamo i dati 2011 il valore di liquidazione della banca è il seguente:

	2011				Tassi attesi sulle nuove operazioni 2012	Variazione rispetto al 2010 (in p.p.)	Valore di mercato al 31/12/2011	Differenza rispetto a valore di bilancio
	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Ricavi di competenza	Bilancio al 31 dicembre				
Cassa ed attività finanziarie	2.040	2,00%	41	2.040	5,00%	3,00	1.982	- 58,3
Crediti verso banche	3.030	1,00%	30	3.030	2,00%	1,00	3.000	- 29,7
Crediti verso la clientela	9.450	5,00%	473	9.450	7,00%	2,00	9.273	- 176,6
Partecipazioni, attività materiali ed immateriali	500			500			500	-
Totale attività	15.020		544	15.020			14.755	- 265
	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Costi di competenza					
Passività								
Debiti verso banche	1.973	1,00%	20	1.941	3,00%	2,00	1.904	- 37,7
Debiti verso clientela	7.000	0,50%	35	7.000	1,50%	1,00	6.931	- 69,0
Titoli in circolazione	4.537	1,50%	68	4.537	2,50%	1,00	4.492	- 44,3
Patrimonio netto	1.510		-	1.542				
Totale passivo e netto	15.020		123	15.020			13.327	- 151
	-			-				
							Valore corrente delle attività	14.755
							Valore corrente delle passività	13.327
							Valore di liquidazione	1.428
							Check	-
							Valore di liq. attualizzato	1.346

Modalità di creazione di valore nel caso di liquidazione:

Nel caso del bilancio 2010 il valore di liquidazione della banca corrisponde a 846 milioni di euro, valore inferiore rispetto al patrimonio netto contabile di inizio 2010.

In uno scenario di tassi improntato al rialzo, infatti:

- a) le attività potranno essere cedute con una lieve minusvalenza (119 milioni);
- b) le passività, invece, potranno essere cedute a terzi conseguendo significative plusvalenze (sotto forma di minori valori di bilancio) dato che i tassi di interesse che il mercato paga sulle nuove emissioni di passività bancarie risultano superiori al tasso contrattualizzato sulle passività già emesse e detenute dalla banca (84 milioni).

Si consideri che nel 2011 il valore di liquidazione diminuisce

3) valore attuale dei flussi di cassa

Il valore di mercato di una banca è rappresentabile, come già esaminato, quale valore attuale dei flussi di cassa che saranno acquisiti dagli azionisti.

La considerazione dei flussi di cassa consente di apprezzare il valore della banca nell'ipotesi di *going concern*, e cioè di unità aziendale destinata a rimanere in esercizio. In questo caso l'ipotesi non è quella di liquidazione degli asset e delle passività, bensì quella di compimento del ciclo naturale degli impieghi e del funding in quali, giunti a scadenza, vengono rispettivamente incassati e rimborsati

Agli azionisti rimane il saldo netto dei seguenti flussi di cassa:
dividendi già incassati + entrate derivanti dagli incassi delle attività -
uscite derivanti dal rimborso delle passività.

L'attualizzazione di questa somma algebrica consente di apprezzare il valore attuale della banca.

Sulla base dei bilanci

	2010				2011			
	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Ricavi di competenza	Bilancio al 31 dicembre	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Ricavi di competenza	Bilancio al 31 dicembre
Cassa ed attività finanziarie	2.000	2,00%	40	2.000	2.040	2,00%	41	2.040
Crediti verso banche	3.000	1,00%	30	3.000	3.030	1,00%	30	3.030
Crediti verso la clientela	9.000	5,00%	450	9.000	9.450	5,00%	473	9.450
Partecipazioni, attività materiali ed immateriali	500			500	500			500
Totale attività	14.500		520	14.500	15.020		544	15.020
	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Costi di competenza		Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Costi di competenza	
Passività								
Debiti verso banche	2.000	1,00%	20	1.973	1.973	1,00%	20	1.941
Debiti verso clientela	7.000	0,50%	35	7.000	7.000	0,50%	35	7.000
Titoli in circolazione	4.043	1,50%	61	4.043	4.537	1,50%	68	4.537
Patrimonio netto	1.457		-	1.483	1.510		-	1.542
Totale passivo e netto	14.500		116	14.500	15.020		123	15.020
	-				-			-
Margine lordo			404				421	
Costi operativi			78%				75%	
Utile ante imposte			89,0				106,9	
Imposte (40%)			35,6				42,8	
Utile netto			53,4				64,1	
ROE			3,7%				4,2%	
Dividendi erogati (31/12)			26,7				32,1	

... i flussi di cassa al termine del biennio sono:

(dati in milioni di euro, in corsivo i valori non attualizzati)	Valore al 01/01/2010	31/12/2010	31/12/2011
3) Valutazione attuale dei flussi di cassa			
Dividendo 2010	25,9	26,7	
Dividendo 2011			32,1
Incasso attività			15.020,0
Rimborso passività			- 13.326,9
Liquidazione attività	1.626,1		1.725,1
Totale	1.652,0		

4) valore attuale del franchise value

Il metodo è fondato su un semplice assunto logico: il valore di una banca è dato dalla somma di tre fattori:

- a) il valore di liquidazione;
- b) le differenze di valore che le attività e le passività iscritte in bilancio hanno rispetto ad un tasso risk-free;
- c) le differenze di valore che le attività e le passività iscritte in bilancio hanno rispetto ai tassi mediamente applicati dagli altri competitors.

Il primo termine indica a quanto è possibile monetizzare cedendo a terzi le attività in ipotesi di chiusura immediata della banca.

Il secondo termine evidenzia la capacità del management di creare valore mediante la costruzione di un portafoglio di attività che non sia interamente risk-free (propensione al rischio) e di rappresentare una opportunità migliore, per coloro che apportano funding, rispetto ad un investimento risk-free (capacità di placement delle passività).

Il terzo termine indica il valore determinato dalla capacità del management di costruire un portafoglio di attività e di passività a condizioni di tasso diverse, e possibilmente migliori, rispetto a quelle medie dei competitors.

Ipotizzando un tasso di mercato risk-free pari al 3%, nel 2010 il franchise value della banca è il seguente:

	2010				Tassi attesi sulle nuove operazioni 2011	Variazione rispetto al 2010 (in p.p.)	Market		Competitor	
	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Ricavi di competenza	Bilancio al 31 dicembre			Franchise value al 31/12/2010	Franchise value al 31/12/2010		
Cassa ed attività finanziarie	2.000	2,00%	40	2.000	3,00%	1,00	-	-	20,0	
Crediti verso banche	3.000	1,00%	30	3.000	1,50%	0,50	-	45,0	15,0	
Crediti verso la clientela	9.000	5,00%	450	9.000	6,00%	1,00	270,0	-	90,0	
Partecipazioni, attività materiali ed immateriali	500			500						
Totale attività	14.500		520	14.500			225,0	-	125,0	
	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Costi di competenza							
Passività										
Debiti verso banche	2.000	1,00%	20	1.973	1,50%	0,50	-	29,6	9,9	
Debiti verso clientela	7.000	0,50%	35	7.000	1,00%	0,50	-	140,0	35,0	
Titoli in circolazione	4.043	1,50%	61	4.043	2,50%	1,00	-	20,2	40,4	
Patrimonio netto	1.457		-	1.483						
Totale passivo e netto	14.500		116	14.500			-	189,8	85,3	

Ipotizzando un tasso di mercato risk-free pari al 3%, nel 2011 il franchise value della banca è il seguente:

	2011				Tassi attesi sulle nuove operazioni 2012	Variazione rispetto al 2010 (in p.p.)	Market Franchise value al 31/12/2011	Competitor Franchise value al 31/12/2011
	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Ricavi di competenza	Bilancio al 31 dicembre				
Cassa ed attività finanziarie	2.040	2,00%	41	2.040	5,00%	3,00	-	61,2
Crediti verso banche	3.030	1,00%	30	3.030	2,00%	1,00	-	30,3
Crediti verso la clientela	9.450	5,00%	473	9.450	7,00%	2,00	189,0	189,0
Partecipazioni, attività materiali ed immateriali	500			500				-
Totale attività	15.020		544	15.020			98,1	281
	Volumi medi annui	Tasso medio annuo	Costi di competenza					
Passività								
Debiti verso banche	1.973	1,00%	20	1.941	3,00%	2,00	-	38,8
Debiti verso clientela	7.000	0,50%	35	7.000	1,50%	1,00	-	70,0
Titoli in circolazione	4.537	1,50%	68	4.537	2,50%	1,00	-	45,4
Patrimonio netto	1.510		-	1.542				
Totale passivo e netto	15.020		123	15.020			-	154

Con riferimento ai dati del bilancio 2011:

(dati in milioni di euro, in corsivo i valori non attualizzati)	Valore al 01/01/2010	31/12/2010	31/12/2011
4) Valutazione del franchise value			
Valore di liquidazione	1.346,4		1.428,4
Diff. di valore implicita delle attività rispetto al mercato			98,1
Diff. di valore implicita delle attività rispetto ai competitors			- 280,5
Diff. di valore implicita delle passività rispetto al mercato			397,2
Diff. di valore implicita delle passività rispetto ai competitors			154,2
Totale differenze di valore	347,8		369,0
Valore	1.694,3		

(dati in milioni di euro, in corsivo i valori non attualizzati)	Valore al 01/01/2010	31/12/2010	31/12/2011
1) Valutazione al patrimonio netto	1.456,7		
	1.440,2	1.483,4	
	1.453,6		1.542,1
2) Valutazione del valore di liquidazione			
	1.405,9	1.448,1	
	1.346,4		1.428,4
3) Valutazione attuale dei flussi di cassa			
Dividendo 2010	25,9	26,7	
Dividendo 2011			32,1
Incasso attività			15.020,0
Rimborso passività			- 13.326,9
Liquidazione attività	1.626,1		1.725,1
Totale	1.652,0		
4) Valutazione del franchise value			
Valore di liquidazione	1.346,4		1.428,4
Diff. di valore implicita delle attività rispetto al mercato			98,1
Diff. di valore implicita delle attività rispetto ai competitors			- 280,5
Diff. di valore implicita delle passività rispetto al mercato			397,2
Diff. di valore implicita delle passività rispetto ai competitors			154,2
Totale differenze di valore	347,8		369,0
Valore	1.694,3		

Conclusioni

1. certamente le indicazioni che provengono dal mercato sono fondamentali, anche se vi sono però evidenti casi di sottovalutazione o sopravvalutazione di singole banche;
2. la cassa effettivamente generata (utili, dividendi, ecc.) rappresenta un secondo parametro fondamentale per comprendere il valore di una banca;
3. il vero motore di creazione di valore è la gestione, che non deve essere passiva (rispetto ad una ipotesi risk-free) e che deve saper anticipare gli andamenti del mercato (rispetto alle politiche dei competitors).