

Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra: Economia delle aziende di credito

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO
“IN TEMPI DI CRISI”

RELATORE

Chiar.mo Prof. Matteo Arpe

CANDIDATO

Fabrizio Mantegazza

Matr. 631461

CORRELATORE

Chiar.mo Prof. Antonio Blandini

ANNO ACCADEMICO

2011-2012

Sommario breve dell'elaborato

Introduzione.....	4
1. L'analisi del bilancio bancario.....	8
2. La previsione dei risultati economici.....	16
3. Valutazione d'azienda: aspetti generali.....	25
4. I metodi di valutazione delle aziende di credito.....	29
5. Costo del capitale.....	43
6. Valutazione relativa.....	50
7. Il gruppo Unicredit.....	58
8. Il modello di valutazione <i>Entity level</i>	69
9. Il modello divisionale.....	86
10. La valutazione relativa.....	123
11. Conclusioni.....	129
Bibliografia.....	141

Sintesi dell'elaborato

Il particolare business model delle aziende di credito, conseguenza del ruolo che queste imprese hanno nel sistema finanziario, ha da sempre reso la valutazione delle banche un processo estremamente complesso. L'incredibile andamento dei corsi azionari, fatto registrare dalle imprese di questo settore nell'ultimo decennio, non fa che aggiungere ulteriore interesse a questo tema.



Grafico 1¹, fonte: elaborazione dell'autore su dati Datastream.

Tutti i modelli di valutazione basati su flussi finanziari riconducono all'attualizzazione di una rendita perpetua, e si suddividono in due grandi gruppi:

- metodi *Asset side*, che prevedono l'attualizzazione di flussi di cassa operativi (FCFO);
- metodi *Equity side*, che prevedono l'attualizzazione di flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE), oppure dividendi (DDM).

L'attualizzazione al costo medio del capitale (WACC) dei primi porta alla stima del valore delle attività operative, al quale è necessario sottrarre la Posizione Finanziaria Netta per giungere al valore del capitale proprio. L'attualizzazione al costo del capitale proprio dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti, o dei dividendi, conduce invece direttamente alla stima del valore dell'Equity dell'impresa. I flussi di cassa operativi, o disponibili per gli azionisti, qui brevemente descritti, sono "costruiti" per misurare la cassa generata da aziende non finanziarie, mentre il *Cash Flow* generato dalle banche non può essere facilmente stimato a causa di quattro fondamentali caratteristiche di queste imprese:

¹ Valori espressi in percentuale rispetto ai valori degli indici nel Gennaio 2002.

- operano in un settore regolamentato, nel quale sono imposti requisiti di adeguatezza patrimoniale a fronte dei rischi assunti. Il set di regole di Basilea rappresenta il quadro all'interno del quale può muoversi l'attività bancaria, per cui l'analista non può non tenerne conto, dovendo le sue *assumptions*, in particolare quelle relative alla crescita, essere coerenti con i limiti che il *framework* normativo impone alla banca oggetto di valutazione;
- per prime sono state obbligate a redigere i bilanci in conformità con i principi IAS/IFRS. Anche adesso che tali principi vengono applicati a tutte le società quotate il bilancio delle banche e delle compagnie di assicurazioni segue schemi e regole distinti dalle imprese non finanziarie;
- il debito per le banche è “materia prima”² più che fonte di capitale. Questa particolare connotazione del debito rende strutturale un rapporto di *leverage* elevato e non comparabile con quello medio dei settori industriali. La difficoltà di definire chiaramente i “confini” del debito e di conseguenza di individuare un rapporto di leva finanziaria fa sì che i modelli di valutazione *Asset side* siano per lo più inapplicabili alla valutazione degli intermediari finanziari;
- la peculiarità del business e la struttura di bilancio che ne deriva rende molto difficile l'individuazione di alcune componenti del *Cash Flow*, in particolare il cd. *Working capital* e le spese per investimenti. Ciò rende di fatto inutilizzabile anche il tradizionale *Free Cash flow to equity*, costringendo gli analisti a ripiegare sui dividendi o su una versione del flusso di cassa *bank specific*.

Le difficoltà nel processo di stima, dovute solo in parte all'inapplicabilità dei metodi di valutazione tradizionali, hanno rappresentato lo spunto per affrontare tutti i passaggi necessari alla stesura di un report di valutazione di un'azienda di credito. Per questo motivo il capitolo 1 tratta il tema dell'analisi di bilancio, soffermandosi sulle modalità di riclassificazione e sugli indici maggiormente utilizzati nell'analisi dei bilanci bancari. La predisposizione di un adeguato set di indici rappresenta una fase preparatoria imprescindibile, perché l'analisi dello stato di salute attuale di un'impresa rappresenta la base per la valutazione *forward looking*. Per questo motivo sono stati presentati i principali indici di bilancio, suddivisi nelle quattro categorie di redditività, efficienza, rischiosità e solvibilità. Nel capitolo 2 vengono illustrate le *best practice* nella stima dei risultati futuri. I testi accademici che si occupano di valutazione insistono principalmente sullo studio dei vari modelli da utilizzare per la stima del valore, trascurando le modalità di stima degli input, la cui bontà è fondamentale per la validità della valutazione. Di qui la fondamentale rilevanza del capitolo che, sulla scorta di alcuni approfondimenti teorici e di colloqui con analisti che si occupano del settore bancario, ha consentito di individuare i metodi più utilizzati nella stima delle principali voci di

² Damodaran, A.; *Valuing financial equity firms*, 2009.

Conto Economico e di Stato Patrimoniale. Dopo una breve panoramica dei metodi di valutazione d'azienda, effettuata nel capitolo 3, il capitolo 4 si focalizza sui metodi specifici per le aziende di credito. A causa dell'inapplicabilità dei modelli *Asset side* e della difficoltà di stimare alcune componenti del *Cash Flow* il metodo più utilizzato è quindi il *Dividend Discount Model*. Una scelta in apparenza residuale che, tuttavia, ha consentito di creare una metrica ad hoc per la valutazione delle aziende di credito molto utilizzata dagli analisti finanziari. Infatti le banche, per espandere la loro attività, debbono più che investire in capitale fisico, come impianti e macchinari, detenere nuovo capitale a fronte dei loro asset, per cui un flusso di cassa calcolato come massimo dividendo distribuibile dopo aver ottemperato agli obblighi patrimoniali misura ottimamente la cassa generata a disposizione degli azionisti.

$$\text{Dividendo} = \text{Utile netto} - \text{reinvestimento in capitale regolamentare} \quad (1)$$

In alternativa al modello DDM è stato poi illustrato un metodo fondato sul calcolo dell'*Excess Return*. Questo metodo prevede l'attualizzazione di una particolare grandezza, che misura il valore generato al netto del rendimento richiesto dagli azionisti, che viene calcolata come:

$$\text{Excess return} = \text{Utile netto} - (\text{Equity Book Value} * \text{costo del capitale}) \quad (2)$$

Nel paragrafo conclusivo di questo capitolo si è osservato che, poiché i grandi gruppi bancari sono attivi al giorno d'oggi in molti business, o mercati, diversi tra loro, tutti i metodi adatti alla valutazione delle aziende di credito possono essere utilizzati per la stima del valore di ciascuna *Business Unit*, per poi pervenire al valore del gruppo semplicemente come somma dei valori delle divisioni che lo compongono (*Sum of the parts method*), prestando particolare attenzione alla modalità di allocazione del capitale e alla stima del valore del *Corporate Center*. In seguito l'elaborato ha affrontato il tema del costo del capitale e del calcolo delle sue determinanti nell'ambito del CAPM. In particolare oltre allo studio delle possibili scelte da effettuare nell'individuazione delle componenti del costo del capitale è stata effettuata un'analisi storica del premio al rischio e del coefficiente beta, il cui andamento consente di meglio valutare la percezione del rischio da parte del mercato e la sensibilità del business al ciclo economico. Nel capitolo 6 infine è stata illustrata l'analisi dei multipli, o valutazione relativa, un metodo fondato sul principio per cui il valore di una società può essere determinato sulla base delle informazioni implicite nel valore di mercato di una o più società ritenute comparabili. La stima effettuata tramite i multipli ha il pregio e il difetto di essere inevitabilmente influenzata dal *sentiment* di mercato, motivo per il quale si tende a utilizzare questo metodo per il controllo dei risultati più che come base dell'analisi. Relativamente ai multipli *Price-Earning* e *Price-Tangible Book value*, i più utilizzati nel *industry* bancaria, è stata posta in essere un'analisi delle determinanti, nonché uno studio dell'andamento storico di questi multipli, che rappresenta la perfetta fotografia delle difficoltà del settore, i cui valori di mercato sono oggi ai minimi storici.

P/BV e P/TBV settore bancario europeo 1990-2012



Grafico 2; fonte: Deutsche Bank, *European Banks*, 2012.

Nella seconda parte dell'elaborato i metodi di valutazione, le evidenze storiche, le assunzioni utili a prevedere i risultati futuri hanno costituito la base per effettuare la valutazione di un grande gruppo bancario, Unicredit. Nel capitolo 7, dopo una breve presentazione del gruppo, il processo di valutazione ha inizio con l'analisi di bilancio. Da tale analisi si evince che il gruppo presenta una redditività più bassa rispetto ai competitor e per questo motivo è penalizzata sul mercato, dove quota a multipli inferiori rispetto alla media europea.

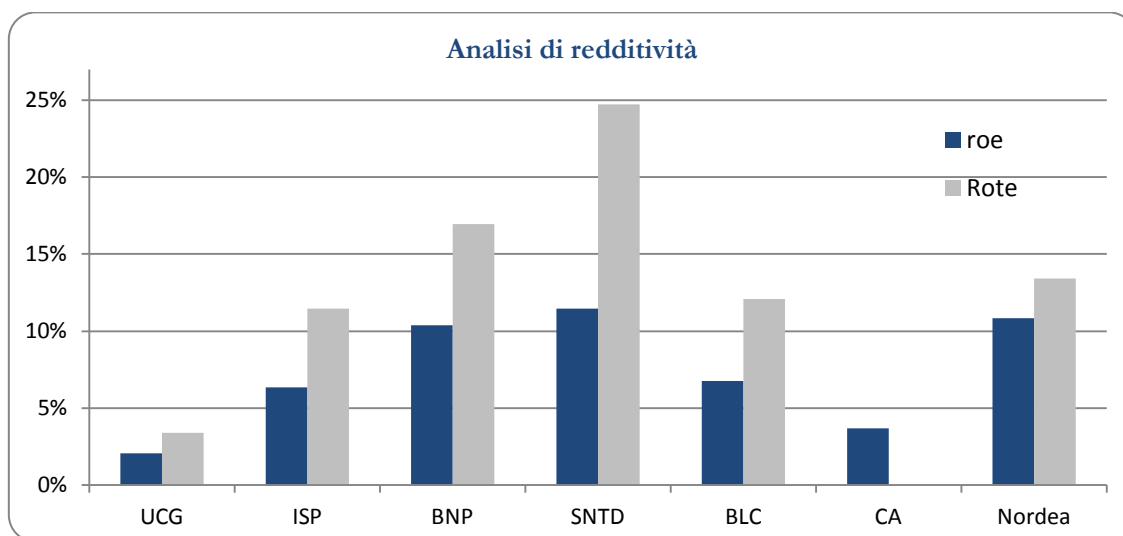


Grafico 3³; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bankscope.

Nel paragrafo successivo viene illustrato il piano strategico, i cui obiettivi, testati alla luce dello scenario economico per verificarne la fattibilità, costituiscono la base di partenza per la previsione

³ ROE e ROTE 2010 dei seguenti gruppi bancari: Unicredit (UCG), Intesa SanPaolo (ISP), BNP Paribas (BNP), Banco Santander (SNTD), Barclays (BLC), Credit Agricole(CA), Nordea.

dei risultati futuri. Sulla base di questi dati il gruppo Unicredit è stato valutato con tre diversi modelli:

- *Dividend Discount Model* “ibrido”;
- somma delle parti, con utilizzo del metodo *Excess Return* e del multiplo P/E;
- valutazione relativa.

Nel capitolo 8 viene illustrata la valutazione eseguita con il modello DDM ibrido, il cui utilizzo permette di testare il processo di patrimonializzazione che il gruppo si è imposto⁴ per dotarsi di una struttura patrimoniale più solida dei suoi concorrenti, con l’obiettivo di superare il 10% di Core Tier 1 entro il 2015. I risultati economici futuri sono stati stimati avendo come riferimento le *best practice* illustrate nel capitolo 2 e gli obiettivi del piano strategico. Nel grafico 4 vengono riassunti i principali *step* che portano alla stima dei dividendi distribuibili. L’elemento di maggiore criticità è rappresentato dal passaggio graduale in corso a Basilea 3. I target comunicati dal gruppo, infatti, sono stati calcolati utilizzando proprio il nuovo set di regole, ragion per cui è stato necessario ipotizzare un passaggio a questo *Framework* regolamentare sin dal 2012. Questa ipotesi è stata effettuata con il supporto di una studio previsionale della BIS⁵.

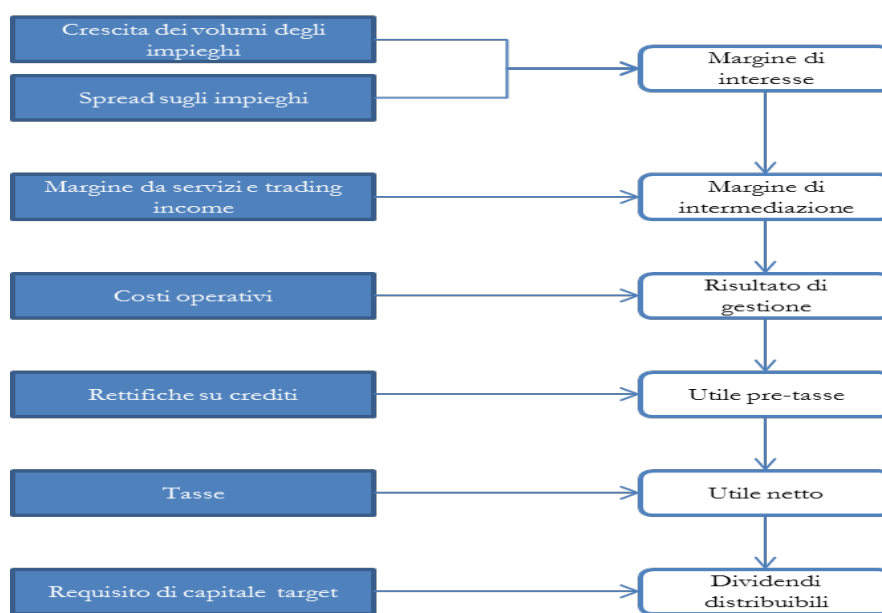


Grafico 4; fonte: elaborazione dell’autore.

I dividendi distribuibili, stimati con il procedimento qui illustrato, sono stati attualizzati ad un costo del capitale il cui calcolo è stato effettuato sulla base di quanto descritto nel capitolo 5. Nella tabella 5 vengono riportati i risultati due diversi scenari, caratterizzati da un diverso costo del capitale, che

⁴ Cfr. piano strategico gruppo Unicredit, obiettivi riportati nel grafico 7.13 dell’elaborato.

⁵ Basel Committee on banking supervision; Results of the Basel III monitoring exercise as of 30 June 2011, BIS publication; aprile 2012.

implicano entrambi una potenziale sottovalutazione da parte del mercato.

Risultati del DDM *Entity level*

SCENARIO A		SCENARIO B	
Terminal Value	€ 39.278	Terminal Value	€ 51.802
NPV dividendi	€ 3.492	NPV dividendi	€ 3.492
NPV Terminal Value	€ 23.763	NPV Terminal Value	€ 31.339
Valore	€ 27.255	Valore	€ 34.831
Azioni	5.790	Azioni	5.790
Prezzo per azione	€ 4,71	Prezzo per azione	€ 6,02
Costo del capitale	13,39%	Costo del capitale	10,56%

Tabella 5; fonte: elaborazione dell'autore su dati piano strategico gruppo Unicredit.

Successivamente nel capitolo 9 è stata illustrata la valutazione effettuata con il metodo “Somma delle parti”, che ha permesso di apprezzare al meglio l’eterogeneità delle diverse divisioni che compongono il gruppo in termini di crescita, redditività e costo del capitale, ragion per cui molti analisti hanno definito il piano strategico di Unicredit “a due velocità”. Le divisioni per le quali è stato stimato un processo di crescita o rilancio sono state valutate con il metodo *Excess Return*, che si ritiene in grado di esprimere al meglio il valore creato esercizio dopo esercizio, mentre le divisioni mature e quelle operanti in business più stabili, come il Private Banking e l’Asset Management, sono state valutate con il multiplo P/E o tramite l’utilizzo del *Fair Multiple*. Nella seguente tabella sono riepilogati i risultati di tre diversi scenari.

SOTP: *range* di valutazione

(dati in € milioni)	Minimo	Medio	Massimo
F&SME Italy	3.129	4.119	5.884
F&SME Germany	697	1.156	1.408
F&SME Austria	1.329	1.994	2.339
F&SME Poland	2.069	2.828	3.170
F&SME Factories	3.555	3.726	3.853
CIB	13.147	17.229	20.459
Private Banking	2.182	2.440	2.701
Asset Management	2.484	2.746	3.005
CEE	8.159	10.746	17.505
Corporate C.	-15.850	-20.172	-22.642
Valore	20.899	26.812	37.681
Azioni	5.790	5.790	5.790
Valore per azione	3,61	4,63	6,51

Tabella 6; fonte: elaborazione dell'autore su dati piano strategico gruppo Unicredit.

La stima conduce a valori coerenti con quelli derivanti dalla valutazione effettuata con il DDM *entity level*. A differenza del precedente modello tuttavia, questa valutazione ha permesso di apprezzare le specificità dei singoli business e delle singole aree geografiche. La maggiore criticità derivante dall'utilizzo di questo metodo è rappresentata dalla necessità di stimare il valore del Corporate Center, ossia il valore di quelle attività che vengono svolte dalla capogruppo. La difficoltà è dovuta al fatto che le informazioni a riguardo fornite nel *Segment Reporting* sono piuttosto scarse, e i costi imputati a questa "divisione" sono estremamente variabili, motivo per cui gli analisti sono soliti applicare il P/E medio di gruppo per mitigare l'impatto di quella che definiscono una "*Mystery Division*". Nel capitolo 10 infine Unicredit viene valutata utilizzando il metodo dei multipli.

L'analisi del P/E e del P/TBV viene posta in essere prima su un campione più ampio e successivamente su un campione di comparabili diretti. Per evitare che l'analisi sia influenzata dalla presenza di *outlier*, ossia dati anomali, unitamente alla valutazione effettuata nell'ambito dell'elaborato vengono presi in considerazione i valori riportati nei report di valutazione di due importanti *Investment Banks*. La valutazione tramite multiplo P/E, che esprime il *sentiment* di mercato, conduce a valori simili a quelli fatti registrare in borsa nel periodo Aprile-Maggio 2012.

2013					
P/E DB	P/E NOM	P/E REVIEW	Media	Valore	Valore per azione
5,50	6,04	6,25	5,93	18.140	3,13
2012 P/TBV specifico per Unicredit					
P/TBV S.GEN	P/TBV CITI		Media	Valore	Valore per azione
0,3	0,5		0,4	17282	2,98

Tabella 7; fonte: elaborazione dell'autore su dati Reuters, Deutsche bank, Nomura, Societe Generale e Citigroup.

Al contrario l'utilizzo del P/TBV medio del settore restituirebbe valori addirittura superiori a quelli stimati nei precedenti modelli di flusso. La causa di tale scostamento è da ricercarsi nelle determinanti del multiplo, in particolare la redditività. Poiché Unicredit ha una redditività, attuale e di breve termine, inferiore alla media europea, l'applicazione di un multiplo che tiene conto del valore medio di mercato conduce a risultati diversi da quelli "attesi". Per questo motivo nella tabella 7 non vengono riportati i valori medi di mercato ma i multipli specifici per Unicredit utilizzati nei *report* di alcune importanti banche d'affari. Dall'analisi dei valori sin qui riportati si evince una sostanziale sottovalutazione da parte del mercato, o sopravvalutazione della stima effettuata con i modelli di flusso, il cui set di ipotesi è tuttavia molto prudente. Parte di questa sottovalutazione può essere spiegata dal divario tra i valori di Unicredit e quelli medi di mercato: Unicredit infatti, soffre di una redditività, attuale ed attesa nel breve termine, inferiore alla media dei player europei. Il che spiega solo in parte una tanto brusca riduzione della sua capitalizzazione di mercato, alla quale hanno concorso altre cause, attinenti l'intero settore, assai interessanti da approfondire.

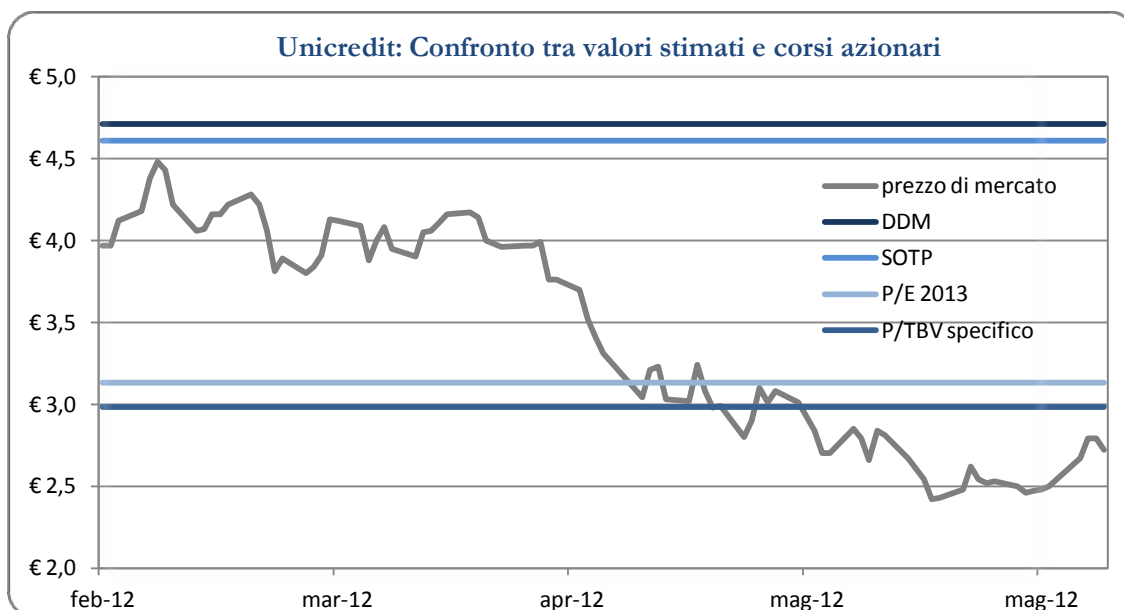


Grafico 8; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bankscope e piano strategico gruppo Unicredit.

Premesso che le essenziali chiavi di lettura del settore bancario insistono sulle determinanti della valutazione, cioè la redditività e il costo del capitale, sembra che la netta riduzione della redditività di settore sia imputabile a tre macro-cause:

- processo di *deleveraging*;
- necessità di rinnovamento del modello di business *retail*;
- situazione contingente di crisi: peggioramento dell'*asset quality* e aumento del costo del *funding*.

La successiva tabella dimostra come gli elevatissimi livelli di redditività registrati dalla fine degli anni Novanta, siano stati realizzati soprattutto con la crescita del rapporto di indebitamento, che l'introduzione dei requisiti patrimoniali non è riuscita a frenare, nonché con gli alti rendimenti che le banche hanno ricavato dalla diffusione di strumenti finanziari ad alto rischio.

Redditività operativa e leva finanziaria 1996-2007

	1996	2007	Δ%
ROA	0,6%	0,6%	+3%
Leverage	21,3	36,6	+72%
ROE	12,8%	21,2%	+66%

Tabella 9; fonte: Citi Investment research.

Si è già ricordato che la redditività operativa della tradizionale attività bancaria è molto bassa, e che l'utilizzo strutturale della leva costituisce la ragion d'essere del business. Oggi il suo utilizzo smodato è stato frenato, e anzi si è messo in moto un processo di *deleveraging* molto doloroso per

l'economia occidentale, la cui crescita era stata artificialmente sostenuta dal debito. Negli anni in cui il *leverage* saliva senza sosta il mercato aveva “seguito” questa crescita, tanto che il P/E medio delle banche era salito fino a 18-20 volte gli utili. E’ possibile che la stessa “esuberanza irrazionale”⁶, per riprendere una definizione di Alan Greenspan, che aveva alimentato la crescita in borsa delle imprese finanziarie a partire dalla fine degli anni novanta, al momento ed in attesa di un riassetamento su valori normali, spinga oggi verso il basso i valori del settore, attorno ai minimi storici di 5-7 volte gli utili. Tuttavia la spirale di vendite che ha colpito il settore, affossato dalla scarsa redditività, rappresenta un segnale forte e chiaro per le banche occidentali: il “modo tradizionale di fare banca”, fondato sulla filiale come elemento organizzativo di base, non è più in grado di offrire rendimenti in linea con il costo del capitale. Considerando poi che negli anni a venire la remunerazione del costo del capitale sarà ulteriormente “minacciata” dall’introduzione di Basilea 3, che imponendo coefficienti di capitale molto più elevati del passato avrà un effetto depressivo sulla redditività, la struttura di costi tipica del modello bancario tradizionale risulta troppo elevata. In queste condizioni le banche, per ottenere sufficienti livelli di redditività, dovranno orientarsi verso un modello di riferimento più “snello”, meno *capital intensive*, che asseconi l’innovazione tecnologica invece di ignorarla. Una ricerca McKinsey dimostra, ad esempio, che il modello organizzativo italiano, incentrato sulle filiali, è troppo costoso. In Italia infatti la densità di sportelli è tra le più alte d’Europa, in un periodo in cui “il cliente medio sta travasando nel canale remoto (internet e telefono) parte dell’operatività tradizionale”.

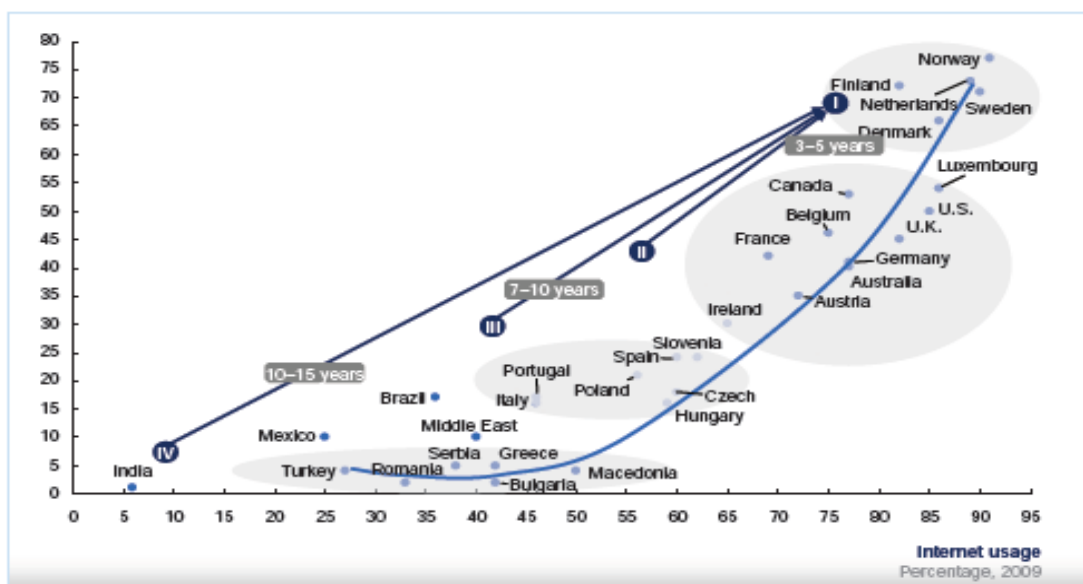


Grafico 107; fonte: McKinsey Global Banking Practice su dati Eurostat.

⁶ Il *Chairman* della FED si riferiva, in un celebre discorso del 1996, a quel sentimento che spinge gli operatori ad allontanarsi irrazionalmente dai valori fondamentali degli asset per evitare di “rimanere fuori dalla festa”.

⁷ In ascissa la percentuale di utilizzo di Internet da parte della popolazione, in ordinata la percentuale di utilizzo dell’online banking.

La difficoltà di porre in essere un processo di ristrutturazione industriale in un momento così complesso sta rallentando le banche italiane che, come dimostra il grafico 10, sono circa dieci anni indietro rispetto alle realtà scandinave.

I dati tratti dai report di Nomura e Deutsche Bank sembrano confermare queste evidenze. Da un confronto tra i multipli delle banche italiane e le banche dei paesi scandinavi, infatti, emerge una sostanziale differenza in termini di redditività, che si riflette nei multipli di quotazione. Sicuramente parte di questa differenza dipende dalle relativamente minori conseguenze della crisi sulle banche nordiche, il che tuttavia, non autorizza ad ignorare i risultati di questa ricerca.

	P/TBV		ROTE		P/E	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Italy	0,45	0,43	5,1%	7,7%	7,2	5,7
Nordics	0,9	0,84	11,4%	11,9%	8,1	7,2

Tabella 11; fonte: Deutsche bank e Nomura, *European Banks*, 2012.

Al di là delle sfide che indubbiamente il settore tarda ad intraprendere, alle quali si aggiunge il peggioramento dell'*Asset quality*, causando la riduzione della redditività, è opportuno rilevare ulteriori elementi che contribuiscono a deprimere la valutazione del settore.

Nei periodi a metà del ciclo economico, la dinamica degli utili rappresenta il principale driver della valutazione di una banca. In situazione di crisi invece questa correlazione è meno significativa. In particolare l'elevato livello dei debiti pubblici ha portato all'attenzione dei mercati la debolezza dell'Europa, la cui unione monetaria, in assenza di una politica fiscale coesa, rischia di andare in frantumi.

Da qui la cosiddetta *flight to quality*, in ragione della quale i rendimenti dei titoli di stato tedeschi sono ormai prossimi allo zero, mentre le azioni sono sempre più considerate come uno strumento eccessivamente rischioso, di cui sbarazzarsi, e le prime azioni ad essere state interessate da un'ondata di vendita sono state di conseguenza quelle delle banche.

Il grafico 12 dimostra come la performance azionaria delle aziende di credito, abbandonata ogni correlazione con la dinamica degli utili, perso ogni riferimento ai fondamentali, dipenda ormai soprattutto dalla percezione del rischio di default degli stati europei. Al fine di confermare questa evidenza è stata condotta un'analisi di regressione i cui risultati, descritti nell'elaborato, confermano quanto qui dimostrato a livello grafico.

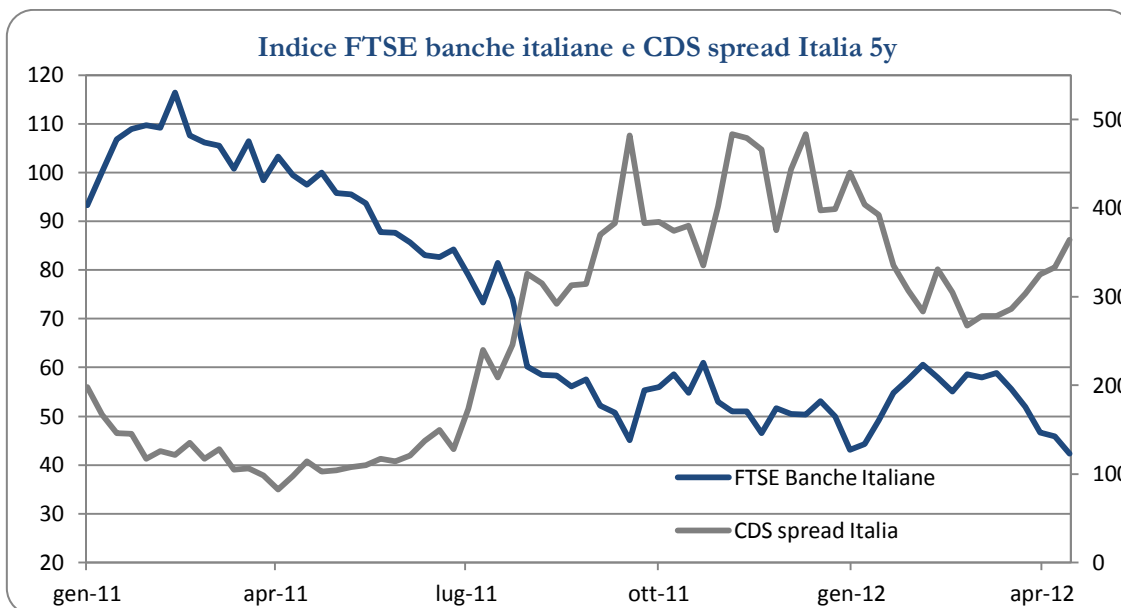


Grafico 12*; fonte: elaborazione dell'autore su dati Datastream.

A giudizio di chi scrive tre sono le ragioni di questa correlazione:

- aumento del costo del *funding* e contestuale diminuzione della redditività;
- svalutazione dei titoli nel portafoglio delle banche;
- problemi di liquidità.

Quanto al primo punto, ovviamente le banche che operano nei paesi maggiormente colpiti dalla crisi soffrono di uno svantaggio comparato rispetto ai competitor, essendo costrette ad offrire tassi più elevati per raccogliere risorse e, di conseguenza, ad imporre tassi più elevati nell'erogazione del credito. L'irrigidimento delle condizioni di concessione del credito riduce il numero di clienti che possono "permettersi" di sostenere questi interessi, comprimendo simmetricamente il volume d'affari. In Italia, ad esempio, nel 2011 i mutui sono diminuiti del 31,3%⁹ nel quarto trimestre, del 14,3% su base annua. Questa situazione costringe inoltre le banche che operano in paesi a basso rating a difendere la propria base clienti dall'"assalto" delle banche che operano nei paesi con rating più alto, che possono offrire condizioni migliori alla clientela. La correlazione tra le variazioni dello spread e le performance borsistiche delle banche è verosimilmente dovuta anche alla enorme quantità di titoli di stato dei paesi "a rischio" contenuti nei bilanci delle banche. Le banche infatti possiedono sempre grandi quantità di titoli di stato del paese in cui operano. Nel seguente grafico la quantità di titoli di stato italiani nel portafoglio delle banche nazionali sono rapportati al loro Core Tier 1.

⁸ Unità di misura: asse ordinate sinistro: punti indice del FTSE Banche Italiane, asse ordinate destro: basis point del CDS spread 5yr sui titoli di stato italiani tratto da Datastream.

⁹ Fonte: Istat.

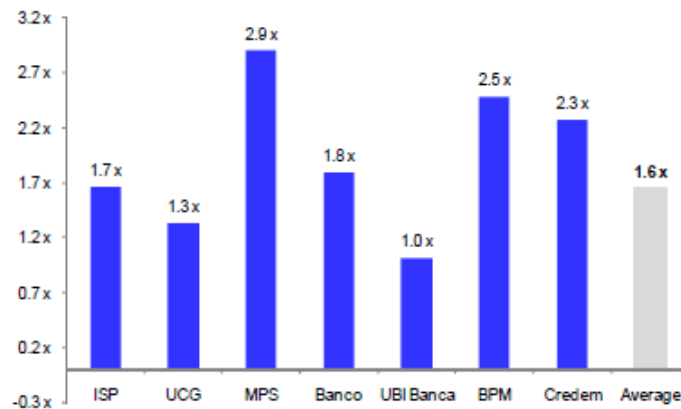


Grafico 13; fonte: elaborazione Deutsche bank su dati EBA, Settembre 2011

La quantità di titoli di stato posseduti dalle banche nazionali non è, però, la sola preoccupazione. Infatti se l'esposizione *cross border* delle banche europee verso il debito pubblico dei paesi più a rischio, come Grecia, Irlanda e Portogallo è relativamente bassa, quella verso il debito di Italia e Spagna è piuttosto elevata, come dimostrano i dati relativi al 2011, secondo i quali le banche tedesche avevano in portafoglio 70 miliardi di Euro tra titoli italiani e spagnoli e le banche francesi erano esposte per 106 miliardi verso il solo debito pubblico italiano¹⁰. A questi numeri impressionanti vanno aggiunti i dati relativi agli strumenti derivati connessi ai titoli sovrani, principalmente CDS, che di fatto raddoppiano l'esposizione. L'elevata quantità di titoli di stato in possesso delle banche europee rende l'intero settore vulnerabile a possibili default dell'Eurozona e al contagio che sono in grado di scatenare. A queste due cause dell'elevata correlazione se ne aggiunge una terza, forse meno intuitiva ma altrettanto rilevante, che riguarda i problemi di liquidità. Oggi quasi tutte le grandi banche sono presenti sui mercati finanziari, nei quali la maggior parte degli scambi è regolata con la negoziazione di depositi di garanzia, o con la presenza di un *collateral*. Questo meccanismo, che ha favorito l'esplosione della leva e l'incremento della massa di prodotti derivati, che oggi rappresentano 12 volte il PIL mondiale, viene utilizzato non solo nella negoziazione di strumenti quali i CDS ed in generale in tutte le transazioni OTC, ma anche negli scambi sul mercato interbancario, come ad esempio per i contratti REPO (*Repurchase Agreements*). Molte di queste transazioni, così come la maggior parte delle operazioni con la BCE, prevedono dunque l'utilizzo di un collaterale a garanzia dell'operazione, e i titoli di stato, cui viene applicato un *haircut*¹¹, sono molto utilizzati per questo scopo. Quando le preoccupazioni sulla tenuta dell'Euro si traducono in una diminuzione del valore dei titoli dei paesi a rischio, le banche che li utilizzano come *collateral* sono costrette ad integrare la propria posizione, e quando si comincia a dubitare della loro capacità di soddisfare le richieste delle controparti, si creano situazioni di tensione che possono

¹⁰ Blundell-Wignall, A.; *Solving the Financial and Sovereign Debt crisis in Europe*, OECD Journal: Financial and market trends, volume 2011, issue 2.

¹¹ Una decurtazione, in sostanza il prestito della banca centrale è inferiore al 100% del valore delle garanzie. La percentuale di decurtazione dipende dalla rischiosità del titolo.

innescare una crisi di liquidità. Un problema aggravato dal fatto che l'aumento di rischiosità dei titoli utilizzati induce le controparti ad applicare un *haircut* maggiore sui titoli dati in garanzia, riducendo la quantità di risorse che le controparti possono ottenere. Le preoccupazioni relative a questo fenomeno hanno indotto la BCE ad "ampliare" i criteri di eleggibilità dei *collateral* utilizzabili nelle transazioni con l'Eurosistema, per permettere alle banche a rischio di soddisfare le proprie esigenze. La fiducia rappresenta idealmente l'interruttore degli scambi interbancari, per cui, quando viene meno, il canale si congela e la presenza di questi meccanismi di negoziazione prociclici accentua la tensione, peggiorando ulteriormente la situazione.

Quando la liquidità sparisce fare credito diventa non economico, il blocco dei finanziamenti trasforma una crisi finanziaria in una crisi reale, chiudendo un pericoloso "circolo vizioso". L'elevato rischio di liquidità contribuisce ad aumentare il costo del capitale, deprimendo la valutazione delle banche. Prima della crisi dei mutui *Subprime*, il mercato "chiedeva" in media un costo del capitale del 10% e formulava previsioni di crescita intorno al 4%. A fine 2010, si rilevava una fascia di variazione molto ampia, tra il 12% e il 20%, con stime di crescita ferme allo 0-1%. Quando poi i valori sembravano essersi riassetati tra l'11% e il 12%, la crisi dei debiti pubblici europei ha reso nuovamente instabile il settore, facendo impennare il costo del capitale, trascinando verso il basso le quotazioni delle aziende di credito, chiudendo il corto circuito di un'incredibile spirale prociclica.

Sin qui sono state brevemente illustrate le principali cause della netta riduzione della redditività e dell'aumento del costo del capitale, che si sono tradotti in una brusca riduzione della capitalizzazione di mercato. A questa riduzione, tuttavia, ha contribuito anche lo *short-termismo* di analisti e mercati.

Gli utili bancari, infatti, sono prociclici, sia a causa della natura prociclica dell'attività bancaria, sia per la presenza nel Conto Economico delle aziende di credito della voce "Rettifiche su crediti". Una già citata ricerca¹² dimostra infatti come le banche tendano a sovrastimare le perdite su crediti nei periodi di flessione del ciclo economico e a sottostimarle nelle fasi positive, accentuando così la ciclicità dei risultati. In tempi di crisi dunque, una valutazione di settore eccessivamente incentrata sul breve termine comporta la sottovalutazione del valore intrinseco del business. I report delle principali banche di investimento concentrano le loro valutazioni sull'arco temporale 2012-2013, periodo di prevedibilmente scarsa o nulla ripresa dell'attività economica. Concentrare le valutazioni su questo periodo, invece che utilizzare un arco temporale più ampio come suggerito dalla dottrina, significa, considerando l'utilizzo di algoritmi di calcolo che in varia maniera sono riconducibili all'attualizzazione di una rendita perpetua, ipotizzare che le condizioni di redditività del settore nell'anno 2013 possano essere considerate una buona *proxy* della condizione di stabilità.

¹² Borio, C. e Lowe, P.; *La problematica degli accantonamenti per perdite su crediti*, Rassegna trimestrale BRI, 2001.

Il contributo dello *short-termismo* alla caduta in borsa delle aziende di credito sembra confermato dalla tabella successiva, che misura la differenza tra il valore stimato del gruppo Unicredit con il modello DDM nell'arco temporale 2012-2016 e la medesima stima nel solo biennio 2012-2013.

Orizzonte 2012-2016		Orizzonte 2012-2013	
TV	39.278	TV	19.967
NPV piano	3.492	NPV piano	724
NPV TV	23.763	NPV TV	17.610
Totale	27.255	Totale	18.333
Azioni	5.790	Azioni	5.790
Prezzo	4,71	Prezzo	3,17
CoE	13,39%	CoE	13,39%

Tabella 14¹³; fonte: elaborazione dell'autore.

La ragione principale di questo *short-termismo* è rappresentata dalla difficoltà di “vedere” più in là dell'orizzonte biennale, a causa di uno scenario futuro decisamente incerto per i motivi sin qui evidenziati. Il combinato disposto di tutti questi fattori ha messo in moto un pericoloso circolo vizioso, che si riflette nella valutazione media del settore. Questa spirale si arresterà solo se i leader europei prenderanno provvedimenti, dotando l'Europa di una politica fiscale, e non solo monetaria, comune. L'innovazione tecnologica offrirà ad altri player, provenienti da settori diversi, la chance di diventare leader di mercato. Per competere con loro, le banche dovranno riuscire a ripensare il loro modello di business nei prossimi cinque anni, vincendo la rigidità organizzativa che rende le grandi aziende refrattarie al cambiamento. Altrimenti, non raggiungendo livelli di redditività in linea con il costo del capitale, non riusciranno ad attrarre capitali necessari a supportare con l'erogazione di credito lo sviluppo dell'economia reale, bloccando tale sviluppo per mancanza di fondi. Il recupero della redditività degli intermediari è necessario dunque non solo per la ripresa del settore ma anche per la crescita di lungo termine dell'economia. Il settore bancario è ad un bivio, e l'incertezza attuale si riflette nel comportamento degli analisti, che tendono ad abbreviare l'orizzonte di valutazione, prediligendo inoltre una stima troppo spesso basata sui multipli. Utilizzare questo metodo e questo orizzonte temporale in fase di crisi avvalora il *sentiment* di mercato deprimendo ulteriormente la valutazione, che già “soffre” per le ragioni sin qui enunciate.

¹³ Dati in milioni di Euro. Per una maggiore comprensione della tabella si rimanda al capitolo 8 in cui vengono spiegate nel dettaglio tutte le ipotesi relative a questo calcolo.

Bibliografia

- AA.VV.; *La valutazione delle banche*, ICEB, 1985.
- BARKER, R.; *Survey and market-based evidence of industry dependence in analyst preference between the dividend yield and P/E valuation models*; Journal of Business Finance & Accounting, Volume 26, Issue 3, 1999.
- BECCALLI, E., CASU, B., GIRARDONE, C., *Efficiency and stock performance in european banking*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 33, Issue 1, 2006.
- BELTRATTI, A., STULZ, R.M.; *The credit crisis around the globe: why did some banks perform better?*, Journal of Financial Economics, 2012.
- BERK, J., DEMARZO, P.; *Finanza aziendale*, Pearson, 2008.
- BIRINDELLI, G.; *Variabili e metodi nel processo di valutazione delle imprese bancarie*, Giuffrè, 1999.
- BIANCHINI R., BONINI S., ZANETTI L., SALVI A.; *Target price accuracy in equity research*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 37, Issue 9, 2010.
- BLUNDELL-WIGNALL, A.; *Solving the Financial and Sovereign Debt crisis in Europe*, OECD Journal: Financial Market trends, Issue 2, 2011.
- BLUNDELL-WIGNALL, A., WEHINGER, G., SLOVIK, P.; *The Elephant in the room: The need to Deal what Banks do*, OECD Journal: Financial Market trends, Issue 2, 2009.
- BORIO, C., LOWE, P.; *La problematica degli accantonamenti per perdite su crediti*, Rassegna trimestrale BRI, 2001.
- BREALEY, R.A., MYERS, S.; ALLEN, F., SANDRI, S.; *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 2007.
- BROWN, W.D.; PFEIFFER, R.J.; *Do investors underreact to information in analyst earning forecast?*, Journal of Business Finance & Accounting, volume 35, Issue 7, 2008.
- BURGER, A., MOORMAN, J.; *Productivity in banks: myths & truths of the Cost Income Ratio*, Bank and Banks Systems, Volume 3, Issue 4, 2008.
- CHORTAREAS, G.E., GIRARDONE, C., VENTOURI, A.; *Financial frictions, Bank Efficiency and Risk: Evidence from the Eurozone*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 38, Issue 1, 2011.
- D'AMICO, E.; *La valutazione delle banche. Modelli per la determinazione del rischio, del tasso di sconto e del valore del capitale economico*, Giappichelli, 1995.
- DAMODARAN, A.; *Damodaran on valuation. Security analysis for investment and Corporate Finance*, Wiley & Sons, 2010.

- DAMODARAN, A.; *Valuing financial service firm*, Stern School of Business, 2009.
- FAMA, E.F.; FRENCH, K.R.; *Permanent and temporary components of stock prices*, Journal of political Economy, 1988.
- FORESTIERI, G.; *Corporate & Investment banking*, Egea, 2007.
- FORESTIERI, G., MOTTURA, P.; *Il sistema finanziario*, EGEA, 2005.
- FRANCESCHI, L.F.; *Valuation of banks in mergers*, Journal of mergers and acquisition, 2008.
- FRANCESCHI, L.F.; *La valutazione delle banche*, Hoepli, 2011.
- GORDON, M., SHAPIRO, E.; *Capital equipment analysis: the required rate of profit*, Management Science, 1956.
- HAND, J., LANDSMAN, W.; *The Pricing of Dividends in Equity Valuation*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 32, Issue 3, 2005.
- HULL, J.; *Risk Management e istituzioni finanziarie*, Edizione LUISS, 2010.
- KAMA, I.; *On the Market Reaction to Revenue and Earnings Surprises*; Journal of Business Finance & Accounting, Volume 36, Issue 1, 2009.
- LOCATELLI, R.; *Redditività e creazione di valore nella gestione delle banche*, Il Mulino, 2001.
- MA, C.K.; *Loan loss reserves and income smoothing: the experience in U.S. banking industry*, Volume 15, Issue 4, 1988.
- MASSARI, M., ZANETTI L.; *Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, 2008.
- MILLER, W.D.; *Commercial bank valuation*, Wiley & Sons, 1995.
- MOTTURA, P., PACI, S.; *Economia e gestione della banca e dell'assicurazione*, Egea, 2009.
- ONADO, M.; *La banca come impresa*, Il Mulino, 2004.
- PEACE, J., LAW, R. et al.; *European Banks Outlook 2012*, Nomura Equity Research, 2011.
- PEDRIALI, F.; *Analisi finanziaria e valutazione aziendale*, Hoepli, 2006.
- PIERALLI, L.; *Il valore della banca. Procedimenti di stima del capitale economico e formazione dei prezzi*, Giappichelli, 1996.
- RESTI, A., SIRONI, A.; *Rischio e valore nelle banche*, Hoepli, 2008.
- RUOZI, R.; *Economia e gestione della banca*, Egea, 2006.
- SABBIONE, P.; *Italian Banks*, Deutsche Bank Market Research, 2012.
- SPICK, M.; *European Banks*; Deutsche Bank Market Research, 2012.
- VISALLI S., ROXBURGH, C., DARUVALA, T. et al.; *The state of global banking - in search for a sustainable model*, McKinsey Annual review on the Banking Industry, 2011.