

# 15 Le analisi per la valutazione delle banche

di Michele Rutigliano

## 15.1 Premessa

Nella valutazione del capitale economico delle banche ha assunto crescente rilievo l'applicazione di metodi finanziari di derivazione anglosassone, in contrapposizione ad approcci tradizionali tesi a valorizzare su basi empiriche componenti strutturali quali per esempio la rete di sportelli o le masse amministrate<sup>1</sup>.

La peculiarità dei processi produttivi di tipo finanziario, e segnatamente dei processi produttivi caratteristici della banca, nonché la rilevanza per ampiezza e profondità del contesto normativo di riferimento, si riflettono nei modelli di valutazione del capitale economico delle banche. Tali modelli, pur coerenti con gli approcci teorici più accreditati e applicabili all'universo delle imprese, devono necessariamente essere adattati affinché possano recepire le informazioni tipicamente rilevanti in ambito settoriale. Così rinunciando, ove necessario o opportuno, alla rigida applicazione di quegli aspetti dei processi valutativi che potrebbero risultare incoerenti o addirittura distorsivi rispetto al fine ultimo della stima del valore di un soggetto operante nel settore finanziario.

Risulta di immediata evidenza una prima importante differenza fra l'impresa bancaria e l'impresa industriale/commerciale. Per l'impresa bancaria, quanto meno nella sua configurazione tradizionale, le passività finanziarie non possono essere

<sup>1</sup> Si vedano Stefano Preda, *La valutazione delle banche in ipotesi di cessione*, Milano, Giuffrè, 1980; AA.VV., *La valutazione delle banche*, Milano, ICEB, 1985. I metodi empirici sono peraltro stati spesso utilizzati, soprattutto in passato, in operazioni di acquisizione del capitale di controllo, nonché di quote minoritarie di banche di modesta dimensione contendibile. Si veda in proposito: Riccardo Ferretti, «La valutazione delle imprese bancarie. Una analisi empirica», *Banca Impresa Società*, n. 2, 1988. Utili rassegne dei metodi di valutazione, anche tradizionali, sono riportate in: Eugenio D'Amico, *La valutazione delle banche*, Torino, Giappichelli, 1995; Eugenio D'Amico, *La stima dell'avviamento delle banche: un'indagine empirica*, Padova, Cedam, 1996; Luisa Pieralli, *Il valore della banca*, Torino, Giappichelli, 1996; Raffaele Picella, Marco Lacchini (a cura di), *La valutazione delle banche e degli enti finanziari*, Roma, Bancaria Editrice, 1997; Giuliana Birindelli, *Variabili e metodi nel processo di valutazione delle imprese bancarie*, Milano, Giuffrè, 1999. Più di recente, Luca F. Franceschi, Luca Comi, Alberto Caltroni, *La valutazione delle banche. Analisi e prassi operative*, Milano, Hoepli, 2010.

considerate essenzialmente estranee alla gestione caratteristica. Al contrario, per lo più costituiscono la necessaria «materia prima» che alimenta il processo produttivo base, che consiste nell'intermediazione creditizia e quindi nell'attività di raccolta-impiego del denaro. Tale semplice constatazione sembra sufficiente per ritenere che nella valutazione della banca potrebbe risultare incoerente l'applicazione di un approccio volto alla stima di un *enterprise* o *firm value*, vale a dire la stima del valore complessivo degli asset aziendali, dai quali sottrarre il debito in essere per pervenire alla stima del valore dell'equity e quindi eventualmente dell'azione. Non si vuole pertanto affermare che ciò sia tecnicamente impossibile; piuttosto è diffuso il convincimento, largamente condivisibile, che i flussi monetari rilevanti nel modello finanziario debbano considerarsi al netto del costo del debito, quindi se mai ponendo enfasi *in primis* sull'aggregato costituito dal margine di interesse e nella prospettiva della stima di un *Equity Value*. Piuttosto che stimare i flussi di cassa disponibili nella versione FCFF (*Free Cash Flow to Firm*) da attualizzare al costo medio ponderato del capitale (WACC), dovrebbero invece preferibilmente stimarsi i flussi di pertinenza degli azionisti (*Free Cash Flow to Equity*, FCFE) da attualizzare al costo dell'equity ( $K_e$ ).

L'attività bancaria moderna abbraccia in realtà una pluralità di business, oltre all'operatività tradizionale. Si pensi alle attività di *investment banking* e di *asset management*, eventualmente per il tramite di controllate nell'ambito del gruppo bancario, ove la funzione del debito è ben diversa da quella che esso riveste nell'attività di intermediazione creditizia ordinaria. In tal senso risulta plausibile che la valutazione di tali attività possa richiedere approcci specificamente orientati a catturare i driver del valore rilevanti in quelle aree di business.

Si è accennato al fatto che le banche operano in un «ambiente» ove è dominante e pervasiva la presenza di una normativa regolamentare che vincola in vario modo l'operatività. È evidente che ciò non può non riflettersi sulle prospettive economico-finanziarie dei soggetti vigilati; in sede di valutazione del capitale economico dovrà quindi tenersi conto dei vincoli esistenti e soprattutto dovranno stimarsi gli effetti di eventuali cambiamenti attesi del contesto regolamentare. Tra i profili normativi di maggior rilievo ai fini della discussione devono ricordarsi i requisiti in termini di capitale regolamentare, che condizionano le potenzialità di crescita della banca e le riconducono comunque alla capacità della banca stessa di accompagnare lo sviluppo dei rischi con le coperture patrimoniali richieste dalla normativa di vigilanza o con quelle eventualmente più elevate ritenute coerenti con la propensione al rischio e con gli obiettivi di rating. Sul punto, di notevole rilevanza, si tornerà nel corso della trattazione, ove si dovrà anche sottolineare che il tema dell'adeguatezza patrimoniale come vincolo alla crescita debba porsi in realtà anche con riferimento alle imprese operanti in altri settori, le quali, pur non essendo colpite da stringenti requisiti patrimoniali, sotto il profilo gestionale vedono comunque condizionato il proprio sviluppo da incrementi dell'equity necessari per garantire dinamicamente un ragionevole equilibrio della struttura finanziaria.

In questo capitolo si analizzeranno quindi dapprima i modelli finanziari più condivisi per la stima del valore del capitale economico delle banche e successivamente

te i metodi dei multipli e delle transazioni comparabili, ricercando i profili e le condizioni di compatibilità tra i due approcci. Sarà dedicata attenzione alla stima degli input rilevanti nei modelli analizzati, con particolare riferimento ai flussi monetari e ai parametri che alimentano la stima del costo dell'equity.

## 15.2 Il Dividend Discount Model

Nella valutazione delle imprese non finanziarie l'approccio volto a stimare il valore dell'equity richiede innanzitutto la stima dei FCFE, vale a dire i flussi di cassa netti dopo le imposte che residuano tenuto conto del reinvestimento in capitale circolante operativo e in capitale fisso, al netto del servizio del debito. Nel caso delle banche si ritiene diffusamente che i citati reinvestimenti siano poco significativi, sia in quanto il capitale circolante operativo riveste in termini relativi un ruolo marginale, sia in quanto gli investimenti effettivamente rilevanti sono spesso rappresentati – salvo eccezioni pur rilevanti da riscontrare nelle specifiche fattispecie – da intangibili che non hanno sempre evidenza nell'attivo di bilancio quali asset cui associare assorbimenti di risorse finanziarie<sup>2</sup>. Da ciò sembra derivare, nella letteratura in argomento e ai fini in oggetto, una rivalutazione dei modelli sintetici basati sull'attualizzazione dei dividendi (*Dividend Discount Model*, DDM), generalmente ritenuti di minore affidabilità nelle valutazioni d'azienda rispetto a quelli basati sulla stima analitica dei flussi di cassa (*Discounted Cash Flows*, DCF).

La nota formula generale del DDM viene riportata di seguito; riflette l'ipotesi di una durata illimitata della società oggetto di valutazione e quindi potenzialmente della sua capacità di distribuire dividendi. Il valore dell'azione è pari al valore attuale dei dividendi attesi<sup>3</sup>, scontati in base al costo dell'equity.

$$\text{valore dell'azione} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{DPS}_t}{(1 + K_e)^t}$$

con  $\text{DPS}_t = \text{Dividend Per Share}$  per l'anno  $t$

Nel caso che possa assumersi un tasso di crescita costante dei dividendi secondo il fattore « $g$ »<sup>4</sup>, la sommatoria è sintetizzata nella cd. formula di Gordon:

$$\text{valore dell'azione in ipotesi di crescita stabile} = \frac{\text{DPS}_1}{K_e - g}$$

<sup>2</sup> Per una trattazione introduttiva del DDM e degli altri principali metodi di valutazione delle banche: Aswath Damodaran, *Breach of Trust: Valuing Financial Service Firms in the post-crisis era*, April 2009; Oleg Deev, «Methods of bank valuation: a critical overview», *Financial Assets and Investing*, 2011.

<sup>3</sup> Si suggerisce, ove ritenuto rilevante, di considerare anche le distribuzioni sotto forma di riacquisto di azioni (*stock buyback*).

<sup>4</sup> Com'è noto, il DDM converge verso la formula di Gordon se  $K_e > g$ .

Se invece si ritiene che la società possa essere interessata da una crescita elevata, ma straordinaria, per «n» anni e successivamente da una crescita stabile all'infinito in base al fattore « $g_n$ » (modello a due stadi), che  $K_e$  debba distinguersi per i due periodi nei valori  $K_{e,hg}$  (*high growth*) e  $K_{e,st}$  (crescita stabile)<sup>5</sup>, il valore dell'azione può essere espresso come la sommatoria del valore attuale dei dividendi nel periodo di crescita straordinaria e il valore attuale dei dividendi nel periodo di crescita stabile, a sua volta sintetizzato ancora nella formula di Gordon per la stima di questa componente del valore.

$$\text{valore dell'azione in ipotesi di crescita elevata} = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{DPS_{n+1}}{(K_{e,st} - g_n)(1 + K_{e,hg})^n}$$

Occorre ora considerare che, nel modello base di Gordon a unico stadio, se si assume che anche gli utili ( $E$ ) crescano allo stesso tasso « $g$ », quindi:

$$E_{t+1} = E_t(1 + g)$$

e inoltre che<sup>6</sup>:

$$DPS_1 = E_1 - g BV_0, \text{ e più in generale } DPS_t = E_t - g BV_{t-1}$$

dove  $BV = \text{Book Value}$

vale a dire che anche  $BV$  cresca allo stesso tasso « $g$ », nel suddetto modello base sostituendo a  $DPS_1$  l'espressione  $E_1 - g BV_0$  si ottiene<sup>7</sup>:

$$\text{valore dell'azione in ipotesi di crescita stabile} = BV_0 (\text{ROE} - g)/(K_e - g)$$

$$[\text{con } \text{payout} = p = 1 - gBV_0/E_1 = 1 - g/\text{ROE}]^8,$$

formulazione che esprime il valore dell'azione in funzione del ROE atteso e del valore di libro iniziale e che, come precisato, risulta del tutto coerente con il modello

<sup>5</sup> Secondo l'ipotesi che nel periodo di elevata crescita il Beta assuma valori più elevati, rispetto al periodo di crescita stabile, e che nel lungo periodo la maturità dell'impresa e del business conduca il Beta a convergere verso l'unità.

<sup>6</sup> Se assumiamo:  $BV_1 = BV_0(1 + g)$ , poiché è vero che  $BV_1 = BV_0 + E_1 - DPS_1$ , si può scrivere, con pochi passaggi,  $DPS_1 = E_1 - g BV_0$ , conseguenza dell'ipotesi che  $BV$  cresca secondo il fattore « $g$ ».

<sup>7</sup> Questo modello di valutazione è anche noto come *Warranted Equity Valuation (WEV) method* e talvolta per brevità semplicemente modello ROE/COE, ove  $\text{COE} = \text{Cost of Equity}$ . Si veda: Jean Pierre Colle, Raphael Jacquemard, «Comment évaluer une banque?», *Banque Magazine*, Mai, 2004.

<sup>8</sup> Si noti che, isolando « $g$ », otteniamo:  $g = \text{ROE} (1 - p)$ . Vale a dire che il tasso di crescita dipende dalla redditività sull'equity e dal *payout*. Da un diverso punto di vista si può affermare che « $g$ » è il tasso di crescita massimo del debito compatibile con una data struttura finanziaria in termini di *Debt/Equity ratio* e prescindendo da operazioni sul capitale.

di crescita stabile dei dividendi per azione nell'ipotesi che DPS,  $E$ , BV e RE (*retained earnings*) crescano secondo lo stesso fattore «g»<sup>9</sup>.

Ciò può essere facilmente evidenziato anche numericamente, simulando lo sviluppo su un periodo di dieci anni. Se assumiamo un patrimonio netto contabile iniziale per azione ( $BV_0$ ) pari a 1,8, un ROE del 10% ( $E_1/BV_0$ ), quindi un utile netto atteso per l'anno 1 ( $E_1$ ) pari a 0,18, e inoltre assumiamo «g» pari al 3%, ne consegue che  $E$ , DPS, RE, BV cresceranno del 3%.

Il *dividend payout ratio* è costante e pari a:

$$DPS_1/E_1 = (E_1 - gBV_0)/E_1 = 1 - g/ROE = 70\%.$$

Anno	E	Crescita E	DPS	Crescita DPS	RE	Crescita RE	BV	Crescita BV	payout
1	0,180		0,126		0,054		1,85	3%	70%
2	0,185	3%	0,130	3%	0,056	3%	1,91	3%	70%
3	0,191	3%	0,134	3%	0,057	3%	1,97	3%	70%
4	0,197	3%	0,138	3%	0,059	3%	2,03	3%	70%
5	0,203	3%	0,142	3%	0,061	3%	2,09	3%	70%
6	0,209	3%	0,146	3%	0,063	3%	2,15	3%	70%
7	0,215	3%	0,150	3%	0,064	3%	2,21	3%	70%
8	0,221	3%	0,155	3%	0,066	3%	2,28	3%	70%
9	0,228	3%	0,160	3%	0,068	3%	2,35	3%	70%
10	0,235	3%	0,164	3%	0,070	3%	2,42	3%	70%

In base ai dati sopra ipotizzati, e posto  $K_e$  pari all'8%, ne consegue che il valore dell'azione ( $P$ ) può essere alternativamente così stimato:

$$P = DPS_1/(K_e - g) = 0,126/(8\% - 3\%) = 2,52$$

$$P = BV_0 (ROE - g)/(K_e - g) = 1,8 (10\% - 3\%)/(8\% - 3\%) = 2,52$$

L'eventuale diversa condizione secondo cui  $ROE < K_e$  non altera le conclusioni.

Se si ipotizza  $ROE = 6\%$ , a parità di altre condizioni risulterà:

$$E_1 = 0,108; DPS_1 = E_1 - gBV_0 = 0,054$$

$$P = DPS_1/(K_e - g) = 0,072/(8\% - 3\%) = 1,08$$

$$P = BV_0 (ROE - g)/(K_e - g) = 1,8 (6\% - 3\%)/(8\% - 3\%) = 1,08$$

$$Payout = p = 1 - g/ROE = 1 - 3\%/6\% = 50\%$$

<sup>9</sup> Se  $DPS_1 = E_1 - gBV_0$  e  $E_2 = E_1(1 + g)$ , possiamo scrivere che  $(DPS_2 + gBV_1)/(DPS_1 + gBV_0) = 1 + g$ .

Da qui discende che:  $DPS_2 + gBV_1 = DPS_1(1 + g) + gBV_0(1 + g)$

e anche che:  $BV_1 = BV_0(1 + g)$

In altri termini,  $E$ , DPS, RE e BV crescono secondo lo stesso fattore «g».

**Box 15.1 Illusione e realtà del Warranted Equity Valuation (WEV) method**

L'espressione  $P = BV_0 (ROE - g)/(K_e - g)$  può generare la convinzione secondo la quale il valore dell'azione dipende anche da  $BV_0$  e da ROE. In realtà se per due società vi è la medesima previsione di dividendo ( $DPS_1$ ), nonché lo stesso livello di « $g$ » e di  $K_e$ , l'*Equity Value* non potrà che risultare il medesimo, considerato che il *Warranted Equity Valuation (WEV) method* costituisce soltanto una diversa modalità di rappresentazione del modello di Gordon. Si consideri il metodo WEV riferito alle società A e B, per le quali si prevede il dividendo

$$DPS_1^A = DPS_1^B$$

Definiti  $BV_0^A$  e  $BV_0^B$  i valori di libro iniziali, nonché  $ROE_A$  e  $ROE_B$  i relativi *Return On Equity*, si può scrivere:

$$BV_0^A (ROE_A - g) = BV_0^B (ROE_B - g)$$

che con alcuni passaggi diviene:

$$ROE_B = BV_0^A/BV_0^B (ROE_A - g) + g$$

In altri termini, l'ipotesi di crescita secondo lo stesso ritmo « $g$ » per due società che presentano un diverso livello di *Book Value* si riflette in un diverso ROE e in un livello dell'utile  $E_1$  compatibile con tale ROE.

Riprendendo l'esempio proposto nel testo (ove  $E_1$  era pari a 0,18), secondo cui:

$$P = BV_0 (ROE - g)/(K_e - g) = 1,8 (10\% - 3\%)/(8\% - 3\%) = 2,52$$

se una diversa società B mostrasse la stessa previsione di dividendo  $DPS_1$ , pari a 0,126, ma un più elevato BV pari a 2,2, a parità di « $g$ » e  $K_e$ , il ROE compatibile con la crescita del 3% risulterebbe in tal caso pari a:

$$ROE_B = 1,8/2,2(10\% - 3\%) + 3\% = 8,73\%$$

Applicando il metodo WEV tenuto conto di un BV di 2,2 e un ROE dell'8,73%, risulta ancora:

$$P^B = 2,2 (8,73\% - 3\%)/(8\% - 3\%) = 2,52$$

$$\text{con } E_1^B = 0,192$$

Se per contro due società sono caratterizzate da un diverso ROE ma da una medesima crescita « $g$ », la società con ROE superiore è quella che ha il più elevato *Equity Value*, a parità di BV.

Nell'esempio precedente, posto  $BV_0^B = BV_0^A = 1,8$ :

$$P^B = 1,8 (8,73\% - 3\%)/(8\% - 3\%) = 2,06 \text{ (con } E_1^B = 0,157);$$

contro  $P^A = 2,52$ , se  $ROE = 10\%$ .

In questa ipotesi, però, è implicita l'assunzione secondo cui  $DPS_1^A > DPS_1^B$ . Infatti, mentre:

$$DPS_1^A = 0,126$$

$$DPS_1^B = E_1^B - g \cdot BV_0^B = 0,157 - 3\% \cdot 1,8 = 0,103$$

e in effetti, applicando il modello di Gordon:

$$P^B = 0,103/(8\% - 3\%) = 2,06.$$

I modelli considerati – DDM puro, oppure ROE/COE – impongono però sempre una valutazione di coerenza tra dividendi attesi, *payout* e crescita del patrimonio netto, soprattutto nel caso delle banche, ove tale valutazione deve risultare anche coerente con lo sviluppo dei rischi, quindi delle *risk weighted assets* (RWA), dei requisiti patrimoniali regolamentari e dei *target capital ratio*.

A titolo esemplificativo, se  $p = 1 - g/\text{ROE}$ , ne consegue che stime su «*p*» e su «*g*» consentono una stima del ROE implicito:  $\text{ROE implicito} = g/(1 - p)$ .

Se si ritiene che il ROE implicito stimi in realtà per eccesso un ROE realisticamente conseguibile dalla banca, occorrerà rivedere al ribasso la stima di «*p*» e/o quella di «*g*».

Riprendendo l'esempio sopra proposto, se assumiamo ancora un patrimonio netto contabile iniziale per azione ( $BV_0$ ) pari a 1,8, un ROE del 10% ( $E_1/BV_0$ ), quindi un utile netto atteso per l'anno 1 ( $E_1$ ) pari a 0,18, e inoltre assumiamo «*g*» pari al 3%, ma nel contempo ipotizziamo un *payout* dell'80%, BV non potrà crescere al ritmo del 3%, bensì secondo quello esposto nella tabella riportata di seguito, che potrebbe risultare non compatibile con il *capital management* della banca. In altri termini, nell'utilizzo dei modelli richiamati diviene indispensabile da parte dell'analista valutare la coerenza interna al modello e quella esterna rispetto agli obiettivi/vincoli aziendali in termini di gestione del capitale.

Anno	E	Crescita E	DPS	Crescita DPS	RE	Crescita RE	BV	Crescita BV	Payout
1	0,180		0,144		0,036		1,84	2,0%	80%
2	0,185	3%	0,148	3%	0,037	3%	1,87	2,0%	80%
3	0,191	3%	0,153	3%	0,038	3%	1,91	2,0%	80%
4	0,197	3%	0,157	3%	0,039	3%	1,95	2,1%	80%
5	0,203	3%	0,162	3%	0,041	3%	1,99	2,1%	80%
6	0,209	3%	0,167	3%	0,042	3%	2,03	2,1%	80%
7	0,215	3%	0,172	3%	0,043	3%	2,08	2,1%	80%
8	0,221	3%	0,177	3%	0,044	3%	2,12	2,1%	80%
9	0,228	3%	0,182	3%	0,046	3%	2,17	2,2%	80%
10	0,235	3%	0,188	3%	0,047	3%	2,21	2,2%	80%

Nel modello a due stadi<sup>10</sup> il valore dell'azione, sulla base dell'analisi sopra svolta e quindi mediante un approccio ROE/COE adattato, può essere così esplicitato:

<sup>10</sup> «Sarebbe [...] un errore basarsi solo sui risultati più recenti, senza considerare il sentiero di ritorno a risultati "medio-normali". Da questo punto di vista, l'utilizzo di metodi basati sull'attualizzazione analitica con terminal value, a due o più stadi, rappresenta una scelta condivisibile». Da: Mario Massari, Gianfranco Gianfrate, «La valutazione delle banche: le best practice (anche in tempo di crisi)», *La valutazione delle aziende*, aprile 2009.

$$\text{valore dell'azione} = \sum_{t=1}^n \frac{E_t - gBV_{t-1}}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{BV_n}{(1 + K_{e,hg})^n} \frac{ROE^* - g_{st}}{K_e - g_{st}}$$

con  $ROE^*$  = redditività sull'equity attesa per il periodo di crescita stabile a partire dall'esercizio  $n+1$ .

### Box 15.2 DDM e principi contabili adottati dalla banca

I principi contabili possono influenzare l'*Equity Value* così come stimato dal DDM?

La risposta è ovviamente negativa, a parità di DPS. Diviene invece positiva se si considera che detti principi contribuiscono a determinare l'utile di esercizio distribuibile, quindi il *payout*, deliberato e atteso, e per tale via i dividendi.

Va peraltro precisato che i principi contabili internazionali IAS/IFRS, applicabili a tutte le banche italiane, dettano le regole per l'iscrivibilità a conto economico di costi e ricavi di competenza dell'esercizio, ma si astengono dal prevedere limiti alla distribuibilità degli utili. Sotto questo profilo, il legislatore italiano in sede di recepimento dei principi internazionali è intervenuto per porre limiti prudenziali alla distribuzione di utili, quand'anche iscritti a conto economico, tenuto conto dell'estensione con cui è applicato il principio valutativo del fair value<sup>11</sup>. Ciò detto, va rimarcato che i principi contabili, in generale, certamente contribuiscono a definire l'utile di esercizio e indirettamente l'utile distribuibile. Lo stesso intervento del legislatore nazionale non ha realizzato una condizione di assoluta neutralità nel tempo delle regole contabili rispetto alla determinazione dell'utile distribuibile. Per esempio, secondo le precedenti regole valutarie per i bilanci bancari previste dal D.Lgs. 87/1992, la valutazione di bilancio dei valori mobiliari non quotati del portafoglio circolante, o di negoziazione, si basava sul criterio del minore fra il costo e il valore di mercato, non potendosi quindi iscrivere a conto economico differenze positive da valutazione (per i quotati valeva l'opzione della valutazione a mercato o al minore fra costo e mercato). Al contrario, quegli stessi strumenti finanziari oggi in un portafoglio di trading sono valutati a fair value e il legislatore non ne ha impedito o limitato la distribuibilità.

In conclusione, diversi principi contabili potrebbero risultare non neutrali nella stima dell'*Equity Value*, ove possano dar luogo a diverse stime dei risultati economici attesi e dei *payout*. Il difficile compito dell'analista è anche stimare flussi di dividendi normalizzati, nella consapevolezza dei criteri che guidano le valutazioni di bilancio, della potenziale volatilità dei risultati quale conseguenza delle valutazioni a fair value, degli eventuali limiti alla distribuzione fissati da norme giuridiche che si sovrappongono alle regole contabili qualificando diversamente le diverse componenti dell'utile di esercizio.

Considerazioni analoghe, *mutatis mutandis*, possono essere riferite anche agli altri approcci valutativi dei quali si dirà in seguito.

<sup>11</sup> D.Lgs. 28 febbraio 2005, n. 38 «Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali», pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 66 del 21 marzo 2005. L'art. 6 (*Distribuzione di utili e riserve*), comma 1, recita: «1. Le società che redigono il bilancio di esercizio secondo i principi contabili internazionali non possono distribuire: a) utili d'esercizio in misura corrispondente alle plusvalenze iscritte nel conto economico, al netto del relativo onere fiscale e diverse da quelle riferibili agli strumenti finanziari di negoziazione e all'operatività in cambi e di copertura, che discendono dall'applicazione del criterio del valore equo (fair value) o del patrimonio netto; b) riserve del patrimonio netto costituite e movimentate in contropartita diretta della valutazione al valore equo (fair value) di strumenti finanziari e attività».

### 15.3 Il Free Cash Flow to Equity Model

Nella valutazione delle banche un modello alternativo al DDM, di tipo analitico, sposta l'attenzione sui flussi di cassa distribuibili agli azionisti<sup>12</sup> (*Free Cash Flow to Equity*). Questo approccio è sovente preferito al DDM nelle stime dell'equity value di imprese operanti in qualsiasi settore, se si considera che il DDM pone l'enfasi su flussi che riflettono specifiche politiche di remunerazione (*payout*). In tal modo la stima del valore potrebbe risultare non affidabile, per esempio nel caso di imprese in forte crescita che scelgano di reinvestire in larga misura gli utili piuttosto che distribuirli agli azionisti (*growth companies*): nella valutazione con il DDM per queste imprese potrebbe non disporsi di elementi idonei a far emergere un significativo valore del capitale economico.

Con il FCFE Model per le imprese non finanziarie i flussi di cassa annui sono quindi stimati analiticamente a partire dal *cash flow* generato dalla gestione e al netto delle variazioni degli investimenti in capitale circolante e in capitale fisso, come pure al netto dei flussi relativi all'indebitamento:

$$\text{FCFE} = \text{Utile netto} + \text{ammortamenti}^{13} - \text{investimenti fissi netti} - \text{investimenti netti in capitale circolante operativo} + \text{variazione attesa dell'indebitamento},$$

flusso che corrisponde, per l'anno di riferimento, alla variazione attesa della liquidità, che – se positiva – in base al modello si assumerebbe quindi come interamente distribuibile, e distribuita, ai fini estimativi.

Si noti che:  $\text{FCFE} > 0$ , se

$$\text{Utile netto} + \text{ammortamenti} + \text{variazione attesa dell'indebitamento} > \text{investimenti fissi netti} + \text{investimenti netti in capitale circolante operativo}$$

Questa configurazione del FCFE, cui la letteratura fa per lo più riferimento per la valutazione delle imprese non finanziarie<sup>14</sup>, andrebbe tuttavia opportunamente sottoposta al vincolo (in mancanza di aumenti di capitale programmati):

$$\text{FCFE} \leq \text{utile netto} - \text{accantonamenti a riserva desiderati}^{15}$$

Ciò al fine di: *i*) non considerare distribuibili eventuali eccedenze di tesoreria che derivino da operazioni di indebitamento non accompagnate da contestuali investi-

<sup>12</sup> Si veda Michele Rutigliano, *Valore d'uso e impairment test sull'avviamento nel bilancio delle banche, tra discrezionalità valutativa e incertezze metodologiche*, in M. Rutigliano (a cura di), *Il bilancio della banca. Schemi, principi contabili, analisi dei rischi*, Milano, Egea, 2011.

<sup>13</sup> Più in generale, ± costi e ricavi non monetari.

<sup>14</sup> Aswath Damodaran, *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, November 2006.

<sup>15</sup> Detti accantonamenti a riserva, derivanti da politiche/vincoli di capitalizzazione, influenzano ovviamente la variazione attesa dell'indebitamento.

menti in capitale fisso o circolante operativo; e soprattutto *ii*) tener conto esplicitamente della necessità di accompagnare la crescita attesa con un congruo incremento dei mezzi propri, rimuovendo così l'ipotesi implicita nel FCFE che il grado di leva (D/E ratio) possa crescere indefinitamente.

L'imposizione del vincolo sopra precisato implica che una parte dell'eventuale flusso di cassa atteso positivo, eccedente il vincolo, alimenterà la liquidità aziendale, la quale contribuirà a finanziare i successivi investimenti.

In presenza di aumenti di capitale programmati, il flusso di cassa nella prospettiva degli azionisti diverrebbe invece realisticamente negativo e pari, nell'anno previsto per l'operazione sul capitale, a:

Utile netto – accantonamenti a riserva desiderati – aumento di capitale

Se si adottasse la configurazione tradizionale di FCFE nella valutazione delle banche, quindi senza considerare variazioni di patrimonio netto, il flusso andrebbe così stimato:

	Utile netto
	+ ammortamenti
	= Flusso di cassa dalla gestione
	variazione dei depositi della clientela
	+ variazione dei debiti finanziari
+	+ variazione di altri debiti
	= Fonti di risorse finanziarie
	variazione dei finanziamenti a clientela
	+ variazione degli impieghi finanziari
-	+ investimenti netti
	+ variazione di altre voci dell'attivo diverse dalla liquidità
	= Impieghi di risorse
=	FREE CASH FLOW TO EQUITY
	variazione di tesoreria

Nella fattispecie questo approccio è stato ritenuto, a ragione, ancor più inappropriato, suggerendosi alcuni adattamenti:

*I.* rinuncia a stimare le variazioni in capitale fisso e circolante (operativo), che di regola rivestono un ruolo molto marginale nella gestione bancaria<sup>16</sup> e quindi

<sup>16</sup> «Nel caso [...] in cui il business plan della banca preveda significativi cambiamenti gestionali e investimenti operativi rilevanti – in situazioni quindi di banche di recente costituzione, di turnaround o di operazioni di concentrazione – è opportuno procedere a proiezioni analitiche dei flussi mediante la costruzione di bilanci previsionali completi il più dettagliati possibile. In questi casi diventa infatti necessario determinare: l'entità dei flussi liberati o assorbiti (e quindi il conseguente rilascio o assorbimento di patrimonio netto) in funzione delle politiche di impiego che il

- normalmente non richiedono che su di esse si soffermi l'attenzione ai fini estimativi;
2. rinuncia a stimare le variazioni del debito, data la particolare natura delle passività della banca, che fa dell'intermediazione finanziaria uno dei suoi principali obiettivi diversamente dalle imprese non finanziarie, ove il debito è essenzialmente la conseguenza di decisioni sul lato dell'attivo<sup>17</sup>;
  3. considerazione delle variazioni del patrimonio netto necessarie per assicurare il rispetto dei vincoli/obiettivi di patrimonio di vigilanza.

Con riferimento al punto *ii*), oltre a considerare che le dinamiche del debito possono risultare meno prevedibili, una buona ragione per rinunciare alla nozione standard di FCFE è forse connessa alla circostanza secondo la quale detta configurazione di flusso annuo coincide con la variazione di tesoreria da un anno all'altro, che dipende dal flusso di cassa della gestione operativa, ma anche, per esempio, dalle dinamiche dei depositi della clientela. Ne consegue che, nel caso delle banche, l'aggregato FCFE presenta tra l'altro una potenziale volatilità che ne sconsiglia l'utilizzo ai fini della stima dell'*equity value*, a vantaggio di una diversa, più semplice e operativamente fruibile configurazione di flusso:

$$\text{FCFE} = \text{utile netto} \pm \text{variazione programmata del patrimonio di vigilanza}^{18}$$

Si noti che, tenuto conto che la prospettiva dell'analisi è quella degli azionisti, una variazione positiva (per cassa) del patrimonio netto (aumento di capitale a pagamento) entra nel computo con segno negativo, poiché riduce (diverrebbe in tal caso realtisticamente negativo) il flusso distribuibile nell'accezione adottata; vale il contrario per una variazione negativa (per esempio mediante distribuzione di riserve).

Quando oggetto di stima è l'*equity value* della banca, sovente si è quindi ritenuto di poter riconsiderare il modello FCFE per tener conto che, essendo la banca un soggetto vigilato e tenuto al rispetto di livelli minimi di *capital ratio*, i flussi distribui-

---

management intende attuare; i fabbisogni relativi ai programmi di investimento (CAPEX) e i flussi riferibili a interventi di ristrutturazione (a livello, per esempio, di personale, di infrastrutture informatiche, di filiali)». Da: Mario Massari, Gianfranco Gianfrate, *op. cit.*

<sup>17</sup> Vi sarebbe inoltre una maggiore difficoltà nel definire, nel caso dell'attività bancaria, ciò che è debito, quanto meno in ottica gestionale, non giuridico-formale. Lo specifico tema è evidenziato da Aswath Damodaran, *Valuation Approaches and Metrics*, cit., pp. 7-8, ma la sua spiegazione non convince ed è preferibile riferirsi agli argomenti di Pierre Colle, Raphael Jacquemard, *op. cit.*, che sono richiamati oltre nel testo.

<sup>18</sup> Si veda Jacquemard Colle, *op. cit.*; Mario Massari, Gianfranco Gianfrate, *op. cit.* Il riferimento al patrimonio «di vigilanza» è spiegato dalla circostanza secondo la quale nel sistema di vincoli/obiettivi della banca rileva essenzialmente questa configurazione di patrimonio, notoriamente riflesso sia di classificazioni contabili, sia di scelte regolamentari che attribuiscono all'aggregato un significato parzialmente convenzionale, suscettibile di variazioni in funzione dell'evoluzione normativa e di interpretazioni con margini di discrezionalità da parte dell'autorità di vigilanza (si pensi per esempio a strumenti ibridi di capitalizzazione quali i FRESH di Banca Monte dei Paschi di Siena e i CASHES di Unicredit, di non univoca qualificazione sotto il profilo «patrimoniale»).

bili agli azionisti dovranno riflettere quanto meno i surplus/deficit di capitale regolamentare, o quelli connessi ai *ratio targets* fissati dal *capital management* della banca in funzione del rating desiderato. E si tratta, come più sopra sottolineato, di un profilo che in realtà dovrebbe risultare significativo nelle stime aventi a oggetto aziende operanti in qualsiasi settore, ma che nelle banche assume una particolare rilevanza per le ragioni accennate.

Si osservi che, così operando nella stima, si dà atto che gli utili non distribuiti potranno essere reinvestiti contribuendo a finanziare, insieme allo sviluppo delle passività e di eventuali aumenti di capitale, la crescita degli impieghi.

Il flusso di cassa distribuibile, secondo i casi, rifletterà modelli sintetici del tipo *steady state*, quindi un flusso costante nel tempo, oppure *growth state*, sulla base di date ipotesi di crescita dell'attività e dei volumi<sup>19</sup>. In caso di discontinuità strategica e operativa sarà invece necessario effettuare previsioni più analitiche a partire dai piani industriali della banca, al fine di stimare specificamente le dinamiche delle principali voci economiche e patrimoniali, quanto meno con riferimento al periodo esplicito di previsione sull'orizzonte di piano.

Il modello FCFE viene descritto in forma sintetica dal seguente algoritmo:

$$\text{Equity Value} = \text{Excess Capital}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{FT_t}{(1+K_e)^t} + \frac{TV}{(1+k_e)^n}$$

dove:

*Excess Capital*<sub>0</sub> = surplus (deficit) patrimoniale al momento della valutazione rispetto al requisito in termini di core tier 1<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Mario Massari, Gianfranco Gianfrate, *op. cit.*, precisano: «In una situazione steady state, se il patrimonio di partenza risulta soddisfacente (e quindi non è necessario trattenerne una parte degli utili realizzati), anche nel caso delle banche il reddito netto, opportunamente normalizzato, costituisce una accettabile approssimazione di FCFE. Infatti in contesto steady state possiamo assumere che: gli ammortamenti pareggino gli investimenti operativi (CAPEX); gli accantonamenti e i versamenti di TFR si bilancino; le rettifiche di valore dei crediti misurino anche gli effetti finanziari delle perdite su crediti». E ancora: «Infine, poiché il nostro obiettivo è la stima di risultati (FCFE) futuri attesi, le plusvalenze o le minusvalenze e le rettifiche di valore di attività finanziarie portate a conto economico dovrebbero essere stornate e si dovrebbe procedere alla stima di un valore normalizzato delle plusvalenze nette, da determinarsi in funzione della presenza di asset – segnatamente immobili detenuti con finalità di investimento e partecipazioni – con riferimento ai quali siano prevedibili rivalutazioni (o perdite di valore). Le immobilizzazioni detenute ad uso proprio, in una situazione normale, si ipotizza non siano oggetto di futura alienazione con la conseguenza di non determinare l'emersione di eventuali plusvalenze (minusvalenze) latenti».

<sup>20</sup> Il *Core Tier 1 Capital* (talvolta definito anche Patrimonio netto tangibile della banca) è il patrimonio di vigilanza «di base», al netto degli strumenti innovativi di capitale, quali le *preference shares* (titoli emessi da controllate estere incluse nel gruppo bancario, secondo quanto annotato nelle «Istruzioni di vigilanza per le banche»). Più precisamente, le *preference shares* sono strumenti di capitale che associano a forme di remunerazione ancorate ai tassi di mercato caratteristiche di subordinazione particolarmente accentuate, per esempio il mancato recupero negli esercizi successivi degli interessi non corrisposti dalla banca e la partecipazione alle perdite della

$FT_t$  = saldo dei flussi finanziari in entrata e uscita nell'anno  $t$  al netto della variazione dei requisiti patrimoniali<sup>21</sup>

$n$  = numero di anni di previsione esplicita

$K_e$  = costo dell'*equity*

TV = terminal value

L'*Excess Capital* rappresenta quindi la quantità di risorse patrimoniali assimilabili a *equity*<sup>22</sup> che la banca potrebbe teoricamente distribuire subito agli azionisti e può quindi essere considerata una riserva di valore di cui tener conto nella valutazione di una banca<sup>23</sup>. Essendo già «disponibile» al momento della valutazione, questa componente di valore non necessita di essere attualizzata.

Dal momento che il limite alla distribuzione agli azionisti del patrimonio di una banca è dato dall'obbligo di rispetto dei requisiti patrimoniali, occorre considerare i vincoli stringenti di tipo regolamentare, ma anche la *moral suasion* delle autorità di vigilanza nazionali o sovranazionali (*European Banking Authority*, EBA). Pertanto l'eventuale surplus patrimoniale corrente «astrattamente» distribuibile è dato dalla differenza fra il Core Tier 1<sup>24</sup> e il corrispondente requisito/obiettivo patrimoniale di vigilanza; tale valore può essere ulteriormente ridotto qualora si ritenga che, nelle specifiche condizioni di mercato, sia necessario per l'operatività della banca il mantenimento di livelli di patrimonializzazione maggiori rispetto a quelli strettamente imposti dalla disciplina prudenziale o ritenuti sufficienti in congiunture non interessate da speciali turbolenze.

Analogamente a quanto avviene nel periodo di previsione esplicita, il flusso finanziario considerato per il calcolo del valore terminale dovrebbe tenere conto dei possibili effetti delle variazioni degli assorbimenti patrimoniali connessi ai nuovi

---

banca stessa, nel caso in cui esse determinino una rilevante riduzione dei requisiti patrimoniali. Le istruzioni di vigilanza fissano le condizioni in base alle quali le *preference shares* possono essere computate nel patrimonio di base delle banche e dei gruppi bancari.

<sup>21</sup> In pratica si tende per lo più ad accettare, come *proxy* del FCFE, l'aggregato: Utile netto + variazione programmata del patrimonio netto. Per un approfondimento sulla stima del FCFE si veda Mario Massari, Gianfranco Gianfrate, *op. cit.*

<sup>22</sup> Le componenti del patrimonio di vigilanza ricomprese nel patrimonio di base o, a maggior ragione, nel patrimonio supplementare ma non assimilabili a *equity* non rilevano ai fini della stima dell'*Excess Capital* (essenzialmente strumenti ibridi e debito subordinato). Le riserve di utili, presenti al momento della valutazione o alimentate prospetticamente sulla base di un tasso atteso di ritenzione degli utili, sono certamente una componente del *Core Tier 1*. In tema di patrimonio, contabile e di vigilanza, si legga: V. Antonini, K. Tomasini, S. Zattarin, *Il patrimonio netto e il patrimonio di vigilanza*, in Michele Rutigliano (a cura di), *op. cit.*

<sup>23</sup> Questa componente generalmente assumerà valori positivi, ma potrebbe anche avere un valore negativo in caso di deficit patrimoniale della banca; in queste circostanze rappresenta l'aumento di capitale che gli azionisti dovrebbero effettuare per consentire alla banca di continuare a operare.

<sup>24</sup> L'utilizzo del *Core Tier 1* permette di considerare come componente di valore solo il surplus/deficit patrimoniale assimilabile, da un punto di vista valutativo, a *equity*, con l'esclusione quindi di altre componenti assimilabili a debito, quali prestiti subordinati, strumenti ibridi e innovativi di capitale (sebbene tali componenti patrimoniali da un punto di vista regolamentare siano utili alla formazione del patrimonio di vigilanza).

impieghi (generati in perpetuo) in modo coerente con il tasso di crescita nominale previsto:

$$TV = (E - \Delta MP)/(K_e - g)$$

dove:

$E$  = risultato netto normalizzato

$\Delta MP$  = incremento dei mezzi propri coerente con il tasso di crescita

Si osservi che i nuovi requisiti prudenziali che saranno progressivamente introdotti, e che sono noti come regole di Basilea 3<sup>25</sup>, avranno certamente un impatto, non soltanto in quanto i minimi di patrimonio di vigilanza risulteranno innalzati, ma anche a seguito dell'introduzione di nuovi vincoli di diversa natura che pure avranno impatto sulla patrimonializzazione delle banche.

Sarà infatti introdotto, a integrazione dei requisiti patrimoniali, un vincolo assoluto al *leverage*, espresso come rapporto tra attività non ponderate, comprensive degli impegni fuori bilancio, e patrimonio (TIER 1)<sup>26</sup>; il valore inizialmente individuato (pari a 3, corrispondente a un'incidenza minima del patrimonio sul totale delle attività non ponderate del 33,3%) verrà monitorato e sperimentato per un congruo periodo in vista del suo inserimento nel Primo Pilastro, cioè nell'impianto obbligatorio dei requisiti prudenziali<sup>27</sup>.

Inoltre sarà previsto il computo di due indicatori di liquidità e limiti minimi da rispettare pari al 100% degli stessi<sup>28</sup>:

a. *Liquidity Coverage Ratio* (indicatore di breve termine);

b. *Net Stable Funding Ratio* (indicatore strutturale).

Per i possibili impatti sul patrimonio bancario, merita di essere richiamato il *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), che mira a far fronte agli eventuali squilibri strutturali nella composizione di passività e attività di bilancio lungo un orizzonte temporale di un anno. Tale indicatore, volto a stimolare l'incremento del *funding* a medio-lungo termine, si basa sul confronto tra: *i*) il totale delle fonti di provvista con scadenza residua oltre l'anno e della quota ritenuta «stabile» dei depositi a vista (numeratore del rapporto: *available amount of stable funding*, ASF) e *ii*) le componenti meno liquide dell'attivo, rappresentative della provvista stabile «richiesta» (denominato-

<sup>25</sup> Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, dicembre 2010.

<sup>26</sup> Si osservi che, dato un certo valore minimo regolamentare o target per il rapporto tra *tier 1* (PV) e RWA, quanto più bassa è l'incidenza delle RWA sul totale dell'attivo (TA) della banca, tanto più elevata risulta la leva finanziaria TA/PV.

<sup>27</sup> Si veda Roberto Bottiglia, *Patrimonio bancario e requisiti prudenziali secondo le regole di Basilea 3*, in Rutigliano (a cura di), *op. cit.*

<sup>28</sup> Si veda Michele Rutigliano, *Rischi e politiche di copertura. Le informazioni della nota integrativa*, in Rutigliano (a cura di), *op. cit.*

re: *required amount of stable funding*, RSF). L'introduzione del *Net Stable Funding Ratio* deriva dall'esigenza di garantire una struttura equilibrata tra poste attive e passive di bilancio fino all'orizzonte temporale annuale, evitando il cd. *effetto precipizio* dopo il mese (orizzonte di riferimento per il *Liquidity Coverage Ratio*), che si verrebbe potenzialmente a creare mantenendo solo la regola di breve termine<sup>29</sup>.

Se è evidente la futura influenza del vincolo assoluto al *leverage* sul patrimonio (di vigilanza) bancario, va considerato anche il possibile effetto del NSFR, tenuto conto che il Tier 1 Capital è una componente dell'*available amount of stable funding*, numeratore del rapporto.

Riprendendo l'esame dell'approccio FCFE nella valutazione delle banche, molto utilizzato anche nella pratica professionale, va nuovamente sottolineato che solo apparentemente esso risulta disomogeneo rispetto al modello FCFE nelle applicazioni al settore non finanziario.

Nella valutazione del capitale economico della banca la comprensibile rinuncia a una stima esplicita dei suddetti flussi netti di cassa per reinvestimenti in capitale fisso e circolante, a beneficio dell'approccio cd. dell'*Excess Capital*, non deve indurre a ritenere che si sia in presenza di un diverso modello. Anche nelle imprese non finanziarie, infatti, gli eventuali flussi a favore o a carico degli azionisti per riduzioni di mezzi propri o più realisticamente per aumenti di capitale dovrebbero essere rilevanti nella valutazione, influenzando la stima del FCFE, che attiene sia alla componente riferibile alla gestione operativa e finanziaria, sia alla componente straordinaria connessa alle eventualmente necessarie operazioni sul capitale. Ciò che caratterizza però la gestione bancaria è la presenza di regole che definiscono i minimi di patrimonio (di vigilanza)<sup>30</sup>, sicché i surplus/deficit patrimoniali possono essere stimati con maggiore precisione, sia tenendo conto di quei minimi e delle risultanze dell'ICAAP (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*), sia considerando gli eventuali più ambiziosi obiettivi di *capital ratio* che la banca si è data.

Si comprende quindi che, nella prospettiva estimativa dell'*equity value* della banca, si ritiene opportuno esplicitare una problematica, quella del capitale e quindi della struttura finanziaria, che – pur essendo sempre rilevante nel modello FCFE – rimane relativamente in ombra nelle applicazioni alle imprese non finanziarie. Va però richiamata ancora un'avvertenza per la corretta applicazione del modello: la rilevazione, quindi il computo, del surplus/deficit iniziale di patrimonio influenza la stima dei flussi di cassa per il periodo esplicito di previsione, come pure il *terminal value*.

<sup>29</sup> Si noti che l'aumento dei requisiti di capitale previsto da Basilea 3 tenderà indirettamente a rendere meno stringente il vincolo di liquidità in termini di NSFR minimo. Realisticamente occorrerà tuttavia: a) modificare la composizione del *funding* incrementando la raccolta a medio-lungo termine, con prevedibili effetti sul costo medio della provvista; b) incentivare la raccolta da clientela mediante forme tecniche che garantiscano maggiore stabilità; c) modificare la composizione dell'attivo, aumentando l'incidenza degli asset a breve termine. Si consideri che le banche saranno chiamate ad adeguarsi ai nuovi standard di liquidità entro le medesime scadenze, con possibili conseguenze sistemiche sui mercati finanziari paventate in ambito bancario.

<sup>30</sup> Nonché, in prospettiva, la leva finanziaria massima e i livelli minimi di due indicatori di liquidità (*Liquidity Coverage Ratio* e *Net Stable Funding Ratio*), in base ai nuovi accordi di Basilea 3.

Per esempio, nel caso di surplus iniziale del capitale regolamentare, l'ipotesi implicita di una (potenziale) restituzione agli azionisti di tale *surplus* ha effetti negativi sul flusso di cassa stimato, dovendosi prevedere la sostituzione di capitale con debito a parità di prospettive di crescita delle RWA e quindi una contrazione del margine di interesse. Se non si procede in tal senso, si duplica l'effetto di tale surplus sull'*equity value*, considerandolo con segno positivo sia come *Excess Capital* iniziale, sia, in prospettiva, come elemento amplificatore del margine di interesse. Analogamente, nel caso più raro – in quanto riflesso della violazione di una norma cogente – di deficit iniziale di capitale regolamentare, l'implicita ipotesi di una necessaria iniezione di mezzi patrimoniali avrà effetti positivi sui flussi di cassa distribuibili, ancora in termini di margine di interesse, dei quali dovrà tenersi conto nella stima<sup>31</sup>.

In termini comparativi, il modello FCFE con stima dell'*Excess Capital* sembra promettere valutazioni più precise, in quanto fondate su previsioni più analitiche rispetto al DDM, il quale richiede la stima di relativamente poche variabili. Anche i rischi di incoerenza interna al modello sembrano meno rilevanti nel modello FCFE, proprio perché è necessario esplicitare meglio le componenti dei flussi distribuibili. Inoltre il DDM, nella sua classica formulazione, non attribuisce alcuna specifica e diretta rilevanza ai flussi di capitale a favore o a carico degli azionisti in relazione alla situazione attuale e prospettica del capitale regolamentare rispetto ai requisiti di vigilanza prudenziale. Per esempio, un deficit iniziale di patrimonio sarebbe catturato soltanto in parte, attraverso una modesta o nulla distribuzione di dividendi; ma ciò potrebbe non essere né sufficiente sul piano quantitativo, né adeguato sotto il profilo della tempestività dell'intervento, in tal modo favorendo una sovrastima dell'*equity value*. Vale il contrario nel caso di un surplus patrimoniale.

Credo peraltro che il DDM possa trarre utili spunti dal modello *Excess Capital* e che quindi, ai fini della stima dell'*equity value* della banca, il primo possa essere riproposto almeno nei termini seguenti, a partire dal modello a due stadi:

$$\text{valore dell'azione} = \text{Excess Capital (per share)}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{\text{DPS}_t + \text{EC}_t}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{\text{DPS}_{n+1}}{(K_{e,st} - g_n)(1 + k_{e,hg})^n}$$

dove:

$\text{Excess Capital}_0$  = surplus/deficit patrimoniale al momento della valutazione rispetto al requisito in termini di core tier 1

$\text{EC}_t$  = surplus/deficit patrimoniale stimabile lungo il periodo di previsione esplicita in rapporto alle dinamiche attese delle RWA

<sup>31</sup> Mario Massari, Gianfranco Gianfrate, *op. cit.*, affermano che: «L'eventuale *Excess Capital* rilevante ai fini della valutazione deve essere consistente nel tempo, nel senso che tale livello in eccesso deve essere mantenuto lungo un arco temporale esteso tale da indicare l'intenzione da parte del management di trattenere tali risorse in eccesso nella struttura patrimoniale». La condizione posta va però a mio parere precisata, ritenendosi che l'*Excess Capital*, se stimabile attendibilmente, costituisca sempre un addendo da considerare nella stima dell'*Equity Value* della banca. Il presupposto da rimarcare è piuttosto che l'EC sia stimato non in termini puntuali, bensì nell'ambito di un processo di *Capital Planning* che ragionevolmente ne confermi l'eccedenza su un orizzonte temporale non breve e comunque coerente con i piani industriali della banca.

In tal modo viene ulteriormente enfatizzata l'ottica dell'azionista, i cui flussi di cassa effettivi, non solo potenziali e tenuto anche conto anche di prevedibili operazioni sul capitale, divengono elemento centrale del processo estimativo<sup>32</sup>.

Così adattato il DDM ai fini dell'utilizzo in ambito bancario, i due modelli possono considerarsi più «vicini», anche se in pratica conducono inevitabilmente a risultati disomogenei. Il DDM pone l'accento sui flussi di cassa effettivi di interesse per l'azionista, anche se risulta non agevole la stima di  $EC_t$  nell'ambito di un modello che rimane di tipo sintetico. Il modello FCFE enfatizza invece l'attenzione sui flussi di cassa distribuibili, quindi soltanto potenziali nella prospettiva dell'azionista, ma considerati ai fini estimativi come fossero prospetticamente distribuiti. Tale ultima considerazione non è peraltro priva di effetti nella stima analitica dei flussi: se i flussi distribuibili nel modello alimentano l'equity value, questi non possono considerarsi prospetticamente in grado di finanziare la crescita delle RWA.

Come accennato, è poco realistico ipotizzare che i due modelli possano condurre in pratica al medesimo risultato, nonostante si tentino un'applicazione rigorosa sul piano metodologico e una coerenza sia interna ai modelli, sia con riferimento alle ipotesi alla base dei due approcci. Sotto certe condizioni, peraltro, i modelli DDM e FCFE possono effettivamente esprimere il medesimo equity value. In Appendice 1 si propone a tal fine un esempio semplificato, dove l'*Excess Capital* iniziale è pari a zero. La coincidenza dei risultati della stima, come si vedrà, dipende da accantonamenti a riserva di quote dell'utile netto esattamente coerenti con il conseguimento dell'obiettivo in termini di *Tier 1 ratio* e quindi da una distribuzione di dividendi per la differenza. In tal caso si comprende che flussi di cassa distribuibili nell'ambito del FCFE Model e dividendi attesi nel DDM coincidono<sup>33</sup>.

In conclusione, si può affermare – com'è del tutto ovvio – che il modello FCFE genera sempre e necessariamente valori coincidenti con il modello DDM ove si ipotizzi che gli utili distribuibili siano effettivamente distribuiti. La vera differenza tra i modelli è data dalla loro struttura. Il FCFE è un modello analitico, comporta un'applicazione più laboriosa, ma certamente restituisce un risultato estimativo più preciso ove i dati di input siano sufficientemente robusti e affidabili. Il DDM è invece un modello sintetico che si basa su date proiezioni dei soli dividendi. È quindi inevitabile che, applicando separatamente i due modelli, i risultati delle stime non coincidano<sup>34</sup>.

<sup>32</sup> Alle stesse conclusioni giungono Massari e Gianfrate, *op. cit.*: «(...) è opportuno ricordare che, nel caso in cui al momento della valutazione (ovvero sulla base del bilancio relativo all'ultimo esercizio o trimestre) la banca valutata mostri la presenza di *Excess Capital* consistente nel tempo, tale ammontare va sommato al valore dell'equity ottenuto dall'applicazione del DDM/Warranted Equity».

<sup>33</sup> L'esempio è ripreso, con alcuni adattamenti, da Massari, Gianfrate, *op. cit.*

<sup>34</sup> Un'ultima annotazione. Massari e Gianfrate, *op. cit.*, evidenziano quanto segue: «Il DCF può anche essere applicato nella formulazione "economic profit" (eventualmente secondo l'approccio EVA). Anche in questo caso, ponendosi in una prospettiva equity side, l'economic profit in ciascun anno di piano sarà dato da: Economic profit = Patrimonio netto · (ROE- $K_e$ ), o, equivalentemente, Economic profit = utile netto – Patrimonio netto ·  $K_e$ . Attualizzando i valori così ottenuti e sommandoli al Patrimonio netto di inizio periodo e a un opportuno terminal value, si ottengono risultati analoghi a quelli qui presentati».

**Box 15.3 Il FCFE Model nella stima del valore d'uso per l'impairment test sull'avviamento**

Frequentemente il FCFE Model, nella versione *Excess Capital*, è utilizzato dalle banche ai fini degli *impairment test* sugli avviamenti allocati alle CGU, da effettuarsi secondo quanto previsto dallo IAS 36. Si tratta dell'approccio cd. dei *flussi di cassa distribuibili*, alternativo a quello dei flussi di cassa generati<sup>35</sup>.

Pur in apparenza ragionevole, e con effetti sulle stime che in molti casi potrebbero risultare prudenziali, l'approccio in oggetto non è condivisibile ai fini dell'*impairment test*, facendo discendere la stima del valore d'uso della CGU dai livelli iniziali di patrimonio di vigilanza, dai vincoli regolamentari attuali e attesi, dagli obiettivi di lungo periodo di una patrimonializzazione eventualmente anche superiore ai minimi regolamentari in funzione del rating target della banca: tutti profili che appaiono estranei alla domanda cui l'*impairment test* chiede di dare una risposta, vale a dire se la CGU ragionevolmente sarà in grado di produrre – a beneficio della società – flussi di cassa (di fatto flussi di risultati economici, considerati nella pratica una *proxy* accettabile) il cui valore attuale non sia inferiore al valore contabile della CGU comprensivo dell'avviamento allocato alla stessa. Ed è appunto la prospettiva della banca che rileva ai fini della valutazione di bilancio del valore d'uso della CGU, non quella dei suoi azionisti.

L'approccio dei flussi finanziari distribuibili, così come descritto e applicato dalle banche ai fini degli *impairment test*, in talune circostanze può condurre anche a risultati che possono apparire paradossali. La banca potrebbe infatti essere costretta a svalutare in tutto o in parte l'avviamento allocato alla CGU pur in presenza di risultati economici e finanziari molto positivi, anche superiori alle attese formulate al momento dell'acquisizione, trasfuse nei valori di scambio e all'origine dell'iscrizione a bilancio dell'avviamento. E ciò a causa, per esempio, di perdite pregresse per la banca o scarsa redditività negli anni precedenti che potrebbero avere indebolito la dotazione patrimoniale in termini assoluti o relativi con conseguente necessità per la banca stessa di ridurre il *payout*, oppure a causa di incrementi patrimoniali richiesti da più recenti interventi normativi in tema di requisiti prudenziali, o ancora in relazione alle ambizioni sotto il profilo dei livelli di capitale target coerentemente con i migliori competitors.

A ciò si aggiunga che politiche aziendali di irrobustimento patrimoniale, a fronte di eventuali innalzamenti dei minimi regolamentari o dei *Core Tier 1 ratio target*, potrebbero risultare in parte indebolite o vanificate dalle eventuali rettifiche di valore della CGU, a carico del conto economico, di importo superiore all'avviamento allocato<sup>36</sup>. Ciò come possibile conseguenza di una stima dei flussi finanziari distribuibili, la quale potrebbe innescare dette rettifiche di valore, al netto dei redditi necessari per il rispetto dei nuovi vincoli/obiettivi di capitale. I possibili effetti del *Capital Planning* sui risultati di esercizio, per il tramite delle stime dei valori d'uso, costituiscono essi stessi una ragione sufficiente per considerare l'approccio dei flussi finanziari distribuibili non condivisibile ai fini in oggetto. Si tende così a confondere il profilo della valutazione di bilancio di un insieme di asset riconducibili alla CGU con il capital management della banca e i suoi vincoli/obiettivi in termini di *ratio* patrimoniali, rating (quindi probabilità di default), propensione al rischio<sup>37</sup>.

<sup>35</sup> In argomento, Arcangelo Michele Vassallo, Alessandro Maldifassi, *Cash Generating Unit e Impairment Test nei gruppi bancari*, in Rutigliano (a cura di), *op. cit.*

<sup>36</sup> Le rettifiche di valore del solo avviamento sono infatti neutre, costituendo l'avviamento un elemento negativo ai fini del computo del patrimonio di base.

<sup>37</sup> Ripreso da: Michele Rutigliano, *Valore d'uso e impairment test sull'avviamento nel bilancio delle banche*, cit.

## 15.4 Il modello «Excess Return»

Questo modello stima l'equity value sull'assunto di base secondo il quale il valore corrente (*fair value*) delle attività al netto delle passività della banca rappresenterebbe propriamente una misura del capitale economico se la redditività degli investimenti in essere e di quelli pianificati risultasse in linea con il *Cost Of Equity* per la banca stessa<sup>38</sup>. Solo nel caso di una redditività attesa superiore o inferiore, quindi un *Excess Return* positivo o negativo, l'equity value rifletterà nella stima questa circostanza. Un esempio servirà a chiarire la logica del modello e delle modalità applicative<sup>39</sup>.

La tabella riportata alla pagina successiva mostra lo sviluppo dell'utile e del *Book Value* nel periodo di previsione esplicita di cinque anni, nell'ipotesi di un ROE atteso del 9% e di  $K_e$  pari al 12%, quindi in ipotesi di un *Excess Return* negativo a causa di prospettive reddituali non favorevoli per l'entità, con un ritorno atteso inferiore al cost of equity. Il valore cumulato dell'excess return è pari a -8.153. Per il periodo di crescita stabile il ROE<sub>st</sub> atteso è stimato al 10,20%, in ipotesi coincidente con  $K_{e,st}$  (costo del capitale stimato per il periodo di crescita stabile), il tasso di crescita degli utili ai fini della stima del *Terminal Value* dell'*Excess Return* è posto pari al 3%. Il TV è quindi nullo, in considerazione dell'uguaglianza tra ROE<sub>st</sub> e  $K_{e,st}$ :

$$TV = (E_6 - K_{e,st} \cdot BV_6) / (K_{e,st} - g_{st}) = (9.651 - 94.617 \cdot 10,2\%) / (10,2\% - 3\%) = 0$$

Nell'esempio l'equity value risulta quindi inferiore al *Book Value* iniziale, a causa di un *Excess Return* negativo per il quinquennio e di un TV per l'*Excess Return* pari a zero.

L'applicabilità del modello presuppone il verificarsi di un'importante condizione, vale a dire che il *Book Value* iniziale sia una *proxy* accettabile del valore corrente delle attività al netto delle passività. L'ipotesi, sempre poco realistica, è peraltro maggiormente sostenibile nel caso delle banche rispetto a imprese non finanziarie, per la tipica composizione dell'attivo tenuto conto dei principi contabili di riferimento. Gli altri input necessari sono comuni anche ai modelli alternativi e già illustrati: ROE,  $K_e$ ,  $g$ ,  $p$ .

Si evidenzia che anche con l'*Excess Return Model* come con il DDM si trascura quella specificità di settore che consiste nella presenza di requisiti patrimoniali imposti dalla normativa di vigilanza prudenziale. Non si dà conto quindi né dell'eventuale *Excess Capital* iniziale, né delle dinamiche del capitale regolamentare o di quello derivante dagli obiettivi del *capital management*; la stima di un *payout* che tenti di riflettere questi profili potrebbe infatti non risultare adeguata allo scopo.

Con gli analoghi adattamenti per l'*Excess Capital* già proposti nel caso del DDM, l'equity value secondo il modello *Excess Return* potrebbe essere così stimato:

<sup>38</sup> Metodi di stima del *fair value* di attivi e passivi della banca sono analizzati in Hazel J. Johnson, *The Bank Valuation Handbook*, Chicago, Bankers Publishing Company, 1993.

<sup>39</sup> L'esempio è tratto, con alcuni adattamenti, da: Aswath Damodaran, *Breach of Trust*, cit., April 2009.

Anno	1	2	3	4	5
Utile netto (E)	5.941,08	6.384,61	6.861,25	7.373,48	7.923,95
– Costo dell'equity	7.921,44	8.512,82	9.148,34	9.831,31	10.565,26
Excess Return sull'equity	-1.980,36	-2.128,20	-2.287,08	-2.457,83	-2.641,32
Discount factoral cost of equity	1,12000	1,25440	1,40493	1,57352	1,76234
Valore attuale netto dell'Excess Return	-1.768,18	-1.696,59	-1.627,90	-1.561,99	-1.498,75
Totale Excess Return in valore attuale	-8.153				
Book value dell'equity a inizio anno	66.012,00	70.940,13	76.236,16	81.927,57	88.043,87
Cost of equity %	12%	12%	12%	12%	12%
Cost of equity (in valore)	7.921,44	8.512,82	9.148,34	9.831,31	10.565,26
Return on equity (ROE) %	9%	9%	9%	9%	9%
Utile netto	5.941,08	6.384,61	6.861,25	7.373,48	7.923,95
Dividend payout ratio (p)	17,05%	17,05%	17,05%	17,05%	17,05%
Dividendi	1.012,95	1.088,58	1.169,84	1.257,18	1.351,03
Utili non distribuiti	4.928,13	5.296,04	5.691,41	6.116,30	6.572,92
Cost of equity nel periodo di crescita stabile		10,20%			
ROE nel periodo di crescita stabile		10,20%			
Tasso di crescita dell'utile netto		3%			
Equity Book value all'inizio del 6° anno		94.617			
Utile netto nel sesto anno		9.650,91			
Terminal value of Excess Return		0			
<b>Equity Value</b>		<b>57.859</b>			

$$Equity Value = BV_0 + EC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{(ROE - K_e) BV_t + EC_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{(ROE_{st} - K_{e,st}) BV_{n+1}}{(K_{e,st} - g)(1 + k_e)^n}$$

dove:

$BV$  = *Book Value* all'inizio dell'anno precisato

$EC_0$  (*Excess Capital*) = surplus/deficit patrimoniale rispetto al requisito in termini di core tier 1

$ROE$  e  $ROE_{st}$  = rispettivamente return on equity per il periodo di previsione esplicita e per il periodo di crescita stabile, computati rispetto al  $BV$  di inizio anno

$K_e$  e  $K_{e,st}$  = rispettivamente cost of equity per il periodo di previsione esplicita e per il periodo di crescita stabile

$g$  = tasso di crescita degli utili

Si osservi conclusivamente una certa analogia fra il modello in esame e il criterio valutativo, noto alla prassi e alla dottrina europea continentale, definito «metodo misto patrimoniale-reddituale», anche noto come metodo «UEC», in quanto a suo tempo raccomandato dall'Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers.

I «metodi misti» cercano infatti proprio di tener conto contemporaneamente dell'aspetto patrimoniale, che può introdurre nella valutazione elementi di maggiore

verificabilità, e dell'aspetto reddituale, ritenuto essenziale ai fini della determinazione del capitale economico. Tali metodi apportano quindi una «correzione reddituale» al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare maggiori/minori utili in termini comparativi rispetto alla redditività medio-normale di settore. In pratica, detto confronto consentirebbe la quantificazione di un *goodwill* (*badwill*) da portare a incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato. In termini formali, rispettivamente nel caso di una stima su un orizzonte limitato o illimitato:

$$\text{Equity Value} = BV + a_{n-i'} (\text{ROE} - i) BV$$

$$\text{Equity Value} = BV + (\text{ROE} - i)/i'$$

dove:

$i$  = rendimento medio normale di settore

$i'$  = tasso di attualizzazione

Del «metodo misto» sono proposte molte varianti, per tener conto eventualmente di intangibili non iscritti a bilancio, o di *surplus assets* ove presenti; inoltre diversamente interpretando la misura e il significato di « $i$ » e di « $i'$ ». Qui si è ritenuto utile soltanto evidenziare qualche analogia con il metodo *Excess Return*, sia pure in presenza di significative disomogeneità. In particolare, risulta evidente che il modello *Excess Return* considera esplicitamente importanti input che non alimentano il metodo misto: la crescita attesa degli utili, il *payout*, le dinamiche del *Book Value*, il cost of equity.

Il metodo *Excess Return*, come pure il metodo misto patrimoniale-reddituale, contribuiscono a spiegare in modo esplicito perché i valori azionari di borsa possano discostarsi in misura anche molto significativa dal *Book Value* per azione, come si riscontra da alcuni anni nel caso di molte banche italiane ed estere. Non dimenticando, d'altra parte, che i metodi oggetto di questo capitolo mirano alla stima del valore sulla base dei fondamentali della banca, un valore che difficilmente può ben riflettersi nelle dinamiche dei corsi azionari, interessati da una volatilità molto elevata che ha colpito anche, e forse soprattutto, il settore bancario in anni recenti.

## 15.5 La valutazione relativa, ovvero il metodo dei multipli

A partire dalla formula base di Gordon, secondo cui il valore stimato dell'azione  $P = \text{DPS}_1 / (K_e - g)$ , si possono derivare i seguenti rapporti o multipli, particolarmente utilizzati nel caso di società del settore finanziario.

$$\text{Price Earnings Ratio (valore stimato)} = P/E_1 = p/(K_e - g)$$

$$\text{Price to Book Value ratio}^{40} \text{ (valore stimato)} = P/BV_0 = \text{ROE} \cdot p/(K_e - g)$$

<sup>40</sup> A volte si preferisce il multiplo  $P/\text{Tangible BV}$ , ove il denominatore si avvicina alla nozione di patrimonio di base, che è al netto delle attività immateriali. Queste ultime, nella maggior parte

Si vede come il multiplo stimato degli utili ( $P/E$ ) evidenzi una relazione diretta con il *payout* e con la crescita e una relazione inversa con il costo dell'*equity*<sup>41</sup>. Il multiplo del valore di libro evidenzia aggiuntivamente una relazione diretta con il ROE. In tal modo viene esplicitato il legame logico tra i suddetti multipli e le variabili economiche considerate rilevanti (variabili fondamentali) nella stima dell'*equity value*, il che può giustificare la preferenza per questi multipli rispetto ad altri, ove sia meno agevole rinvenire tale legame<sup>42</sup>. I multipli stimati possono poi essere confrontati con quelli realmente espressi dal mercato.

Naturalmente le azioni emesse da ogni società, quindi anche da ogni banca, riflettono un proprio multiplo del prezzo corrente di mercato rispetto agli utili attesi o rispetto al valore di libro per azione, teoricamente proprio in funzione delle variabili ricordate che spiegano lo stesso multiplo e che sono implicite nelle quotazioni. Con la valutazione relativa, ponendo a confronto multipli di entità comparabili, si assume quindi che i multipli di società che presentano caratteristiche omogenee possano essere confrontati fra loro o con dati medi di un idoneo campione di riferimento, al fine di cogliere – se del caso con l'utilizzo di analisi di regressione semplice o multipla – eventuali rilevanti deviazioni non spiegabili sulla base di differenze significative nelle attese in merito alle determinanti dei multipli di mercato<sup>43</sup>.

È quindi evidente che in tal modo non si tenta propriamente una stima dell'*equity value* di una data società, piuttosto ci si propone di formulare una valutazione relativa, accertando una condizione di evidente sopra/sottovalutazione dell'azione rispetto alle quotazioni espresse da società comparabili. Con l'ovvia conseguenza che, in presenza di una complessiva situazione di mercato improntata al rialzo o al ribasso su tutti i valori quotati o soltanto su quelli di settore, la valutazione relativa fornisce informazioni che vanno apprezzate, appunto, in ottica comparativa e che possono quindi risultare fuorvianti in una prospettiva di stima dei valori assoluti<sup>44</sup>.

---

dei casi di interesse per le banche, non hanno un autonomo valore di mercato, ovvero il valore può derivare da stime dei flussi attesi caratterizzate da una significativa soggettività. Si pensi all'avviamento, ma anche ai marchi, alle cd. *customer relationships*, ai core deposits (per una definizione di queste ultime due classi di intangibili si veda per esempio Unicredit spa, Bilancio consolidato 2011, nota integrativa).

<sup>41</sup> «Sul piano operativo, rimane naturalmente consigliabile l'utilizzo, soprattutto per il  $P/E$ , di una rettifica (nella versione cd. "adjusted") degli utili che tenga conto degli elementi straordinari o transitori non legati quindi alla sostenibile performance delle attività caratteristiche della banca». Da Massari, Gianfrate, *op. cit.*

<sup>42</sup> «I multipli  $P/revenues$ ,  $P/Operating\ Income$  e  $P/Deposits$  sono relativamente meno utilizzati nella prassi e trovano soprattutto applicazione nei casi di banche giovani o in fase di turnaround, casi cioè in cui i risultati reddituali e, specificamente, il  $P/E$ , potrebbero fornire indicazioni distorte o poco significative». Da Massari, Gianfrate, *op. cit.*

<sup>43</sup> Si pensi per esempio alla crescita attesa, al grado di diversificazione geografica e per aree di business, al rischio e quindi al costo dell'*equity*, e più specificamente alla qualità del portafoglio prestiti, alla composizione del portafoglio titoli, alla struttura dei ricavi e quindi alla composizione del margine di intermediazione e alla rilevanza dei profitti da trading, alla solidità patrimoniale, alle condizioni di liquidità ecc.

<sup>44</sup> «(...) il criterio imprescindibile nell'applicazione del metodo dei multipli rimane sempre quello della omogeneità della grandezza presa come riferimento nelle società comparabili rispetto a quella individuata nella banca da valutare». Da Massari, Gianfrate, *op. cit.*

La rilevazione dei multipli di mercato, per la singola società e per il campione/ settore di riferimento, può però rivelarsi utile anche ai fini di una valutazione fondamentale dell'equity value. Dai multipli espressi dal mercato, e tenuto conto delle determinanti teoriche dei multipli stessi, possono infatti desumersi le seguenti relazioni:

$$p = P/E_1 \cdot (K_e - g) \quad g = K_e - p/(P/E_1); \quad K_e = g + p/(P/E_1); \quad ROE = P/BV_0 \cdot (K_e - g)/p$$

Ciò significa che, rilevati i multipli di mercato per la società oggetto di analisi e avanzate ragionevoli ipotesi sulle altre variabili esplicative, si possono desumere i livelli impliciti nel multiplo relativamente al ROE, ai *payouts*, alla crescita, al costo dell'equity, supportando in tal modo ragionevoli argomenti volti a evidenziare una situazione di sovra/sottovalutazione del prezzo delle azioni di quella società o di quelle emesse dalle società appartenenti al campione/settore di riferimento, ove l'analisi sia condotta su un insieme di società omogenee.

Nell'uso dei multipli di mercato sono stati proposti correttivi per tener conto dell'eventuale *excess/deficit capital*. Nel caso, per esempio, del multiplo  $P/BV$ , il multiplo  $(P/BV_0)^*$  della banca comparabile sarebbe così computato:

$$(P/BV_0)^* = (P' - EC')/(BV_0' - EC')$$

dove, per l'entità comparabile:

$P'$  = valore di mercato

$BV_0'$  = *Book Value*

$EC'$  = *Excess Capital*

Ne consegue che il valore  $P$  della banca oggetto di valutazione sarebbe stimabile pari a:

$$P = (P/BV_0)^* \cdot (BV_0 - EC) + EC$$

dove, per l'entità oggetto di valutazione:

$P$  = valore stimato

$BV_0$  = *Book Value*

$EC$  = *Excess Capital*

Questa modalità di impiego dei multipli con il correttivo per l'*Excess Capital*, riferibile anche ad altri multipli di mercato, sarebbe preferibile in quanto coglierebbe meglio la valorizzazione di mercato di quella porzione dell'equity ritenuta effettivamente «produttiva» nella gestione della banca<sup>45</sup>.

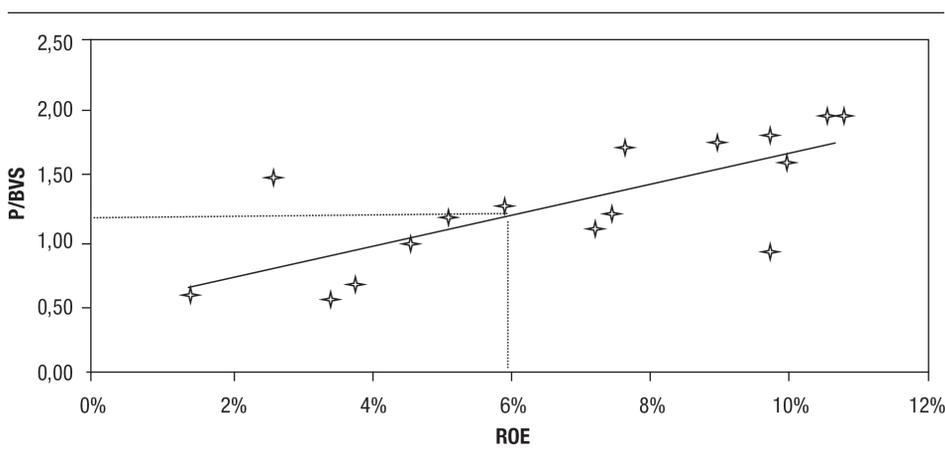
Questo approccio però non convince, e forse andrebbe meglio argomentato, per le seguenti ragioni:

<sup>45</sup> Si veda Mario Massari, Gianfranco Gianfrate, *op. cit.*

1. non è evidente che l'*Excess Capital* costituisca una porzione del patrimonio netto diversamente produttiva rispetto al patrimonio minimo di vigilanza;
2. non è chiaramente interpretabile l'effetto sul multiplo che deriva dalla sottrazione di un medesimo importo al numeratore e al denominatore di *P/BV*. Se tale multiplo è superiore all'unità, il correttivo genera un multiplo rettificato più elevato; vale il contrario nel caso in cui il multiplo sia inferiore all'unità;
3. il prezzo di mercato dell'azione può riflettere positivamente anche il grado di capitalizzazione della banca stessa, e ciò sembra particolarmente plausibile in situazioni di tensione dei mercati finanziari e di debolezza del settore bancario. Un'analisi comparativa basata sui multipli di mercato potrà far emergere questa circostanza, che quindi va accertata, discussa e interpretata; inutile e fuorviante, a mio parere, tentare di sterilizzarla depurando i valori di mercato e di libro dell'*Excess Capital*. Obiettivo principale della valutazione relativa mediante il metodo dei multipli è evidenziare prezzi di mercato che, tenuto conto di eventuali significative differenze tra le entità confrontate, appaiono sopra/sottovalutati. Il multiplo va quindi confrontato *as is* con quelli dei *comparables*, senza alcun correttivo.

La cd. *Equity Value Map* può essere considerata uno sviluppo del metodo dei multipli di mercato. Mediante un'analisi di regressione, lineare o quadratica, si identifica la retta/curva interpolante della relazione, per esempio, tra il multiplo «*P/BV* per azione» e il ROE delle banche appartenenti a un campione di soggetti relativamente omogenei comprendente anche la banca oggetto di valutazione. L'attendibilità dei risultati delle analisi della specie (*fitting*) dipende naturalmente dai valori del coefficiente di determinazione  $R^2$  che caratterizza la regressione, vale a dire dal grado di correlazione statistica tra le variabili in oggetto.

La *Value Map* consente quindi di identificare le banche che si posizionano al di sopra o al di sotto della linea di regressione, alle quali potrebbe rispettivamente associarsi un primo e provvisorio giudizio di sopra/sottovalutazione, ovviamente da confermare alla luce degli altri elementi informativi disponibili. Inoltre questa semplice tecnica viene talvolta utilizzata per monitorare – sia pure mediante un approccio di prima approssimazione – la performance relativa della banca rispetto ai *competitors*, accertando eventuali spostamenti sulla mappa migliorativi o peggiorativi. Nella **Figura 15.1** è rappresentato un esempio di *Value Map*, ove sono posizionate le banche appartenenti al campione considerato. Si vede che se per una banca, estranea alla mappa e oggetto di valutazione, il ROE atteso fosse per esempio pari al 6%, il rapporto *P/BVS* (*Price/Book Value per Share*) leggibile lungo la retta di regressione si attesterebbe a un livello pari a circa 1,2, e quindi potrebbe così ottenersi un'indicazione di valore relativo da confrontare con la quotazione di mercato, ove esistente. E si tratterebbe quanto meno di un'indicazione meno imprecisa rispetto a quella che si otterrebbe a partire da un dato medio o mediano del *P/BV* di un campione di riferimento.

**Figura 15.1** Esempio di Value Map

## 15.6 La banca multibusiness e l'approccio della «somma delle parti» (SOP Method)

Il metodo cd. *della somma delle parti*, o dell'attivo netto rivalutato, è appropriato quando la banca o il gruppo bancario risultino diversificati e attivi su una pluralità di business finanziari e/o aree geografiche, ove le diverse attività non diano un contributo marginale alla complessiva creazione di valore. Le principali aree funzionali di operatività della banca si riconducono a: *retail banking* (famiglie e piccole/medie imprese), *corporate banking* (imprese medie, *large corporate* e *multinationals*), *investment banking*, *asset management*. Ciascuna di queste aree di business è sottoposta a pressioni competitive disomogenee, in relazione alla presenza di *competitors* nazionali e internazionali, e condizionata da dinamiche di mercato che possono incidere differenzialmente sulle diverse aree. Ne consegue che la redditività, la struttura dei *cash flow*, i tassi di crescita, i rischi, gli assorbimenti patrimoniali espressi dalle diverse aree possono essere stimati distintamente, e non necessariamente mediante lo stesso approccio metodologico. In tal modo si consegue realisticamente una maggiore precisione della stima complessiva e si fanno emergere le singole componenti del valore.

Per l'analista esterno ciò evidentemente presuppone la disponibilità di informazioni di segmento/area di affari/*strategic business unit*. A questo proposito va ricordato che informazioni utili a tal fine sono riportate nei bilanci delle banche come previsto dall'IFRS 8 (Segmenti operativi), ma anche tra le informazioni che attengono agli *impairment test* sugli avviamenti allocati alle diverse Cash Generating Unit, secondo lo IAS 36, le quali peraltro sono definite da un perimetro spesso coincidente con quello dei segmenti di cui al suddetto principio contabile<sup>46</sup>.

<sup>46</sup> «Ogni unità o gruppo di unità a cui l'avviamento è così allocato deve: (a) rappresentare il livello minimo all'interno dell'entità in cui l'avviamento è monitorato per finalità gestionali interne; e (b)

Il valore della banca/gruppo secondo il metodo SoP è quindi dato dalla somma dei valori attribuibili alle singole componenti, tenendo però conto degli eventuali costi di direzione generale non allocati ai singoli settori operativi.

Per quanto concerne i metodi preferiti per la valutazione delle diverse aree operative, è stato osservato che il metodo WEV è adatto a tutte le attività. Si tratta di un approccio sintetico e rapido, cui fare riferimento quando non si dispone di piani industriali o quando questi ricomprendano business caratterizzati da elevata volatilità – nella percezione al momento della valutazione – che rende detti piani relativamente poco affidabili nei contenuti analitici a fini estimativi, come può per esempio ritenersi in talune circostanze per l'area *corporate e investment banking*. La valutazione relativa (multipli di borsa o transazioni comparabili) richiederebbe naturalmente la disponibilità di informazioni relative a campioni di soggetti comparabili con riferimento alle singole aree operative; questo approccio parrebbe applicato soprattutto all'area dell'*asset management*, più raramente al *retail* e all'*investment banking*. Il metodo FCFE vedrebbe infine un'applicazione più frequente nelle valutazioni dell'attività *retail*, ove disponibili piani aziendali dettagliati e credibili<sup>47</sup>.

Anche nel caso di gruppi bancari operanti in una pluralità di paesi con distinte *legal entity* che abbiano un peso significativo, potrebbe risultare con particolare evidenza l'utilità di procedere eventualmente alla stima dell'*equity value* della capogruppo mediante l'approccio della «somma delle parti». In tal modo si riesce meglio a pesare il contributo della singola controllata (quindi della relativa area geografica e di business) alla valorizzazione complessiva.

E si osservi incidentalmente che, ove sia le azioni della capogruppo, sia quelle delle *legal entity* estere siano quotate in mercati regolamentati, la trasparenza dei valori di scambio dei titoli potrebbe suggerire il confronto fra la capitalizzazione di borsa della singola controllata e l'analogo valore della capogruppo, al fine di pesare il contributo della prima alla capitalizzazione complessiva. Tale confronto va tuttavia operato con prudenza, senza la pretesa di giungere a conclusioni univoche e sicure. Infatti in tal modo si incorporano nella stima dei pesi gli effetti delle volati-

---

non essere più grande di un settore operativo, così come definito dal § 5 dell'IFRS 8, settori operativi, prima dell'aggregazione» (IAS 36, § 80). «Un settore operativo è una componente di un'entità: (a) che intraprende attività imprenditoriali generatrici di ricavi e di costi (compresi i ricavi e i costi riguardanti operazioni con altre componenti della medesima entità); (b) i cui risultati operativi sono rivisti periodicamente al più alto livello decisionale operativo dell'entità ai fini dell'adozione di decisioni in merito alle risorse da allocare al settore e della valutazione dei risultati; e (c) per la quale sono disponibili informazioni di bilancio separate. Un settore operativo può intraprendere attività imprenditoriali dalle quali non ha ancora ottenuto ricavi; le attività in fase di avviamento (start up) possono essere, per esempio, settori operativi prima della generazione di ricavi» (IFRS 8, § 5).

<sup>47</sup> Colle, Jacquemard, *op. cit.* Gli autori concludono: «(...) pour le banques, la volatilité des marchés financier rend encore plus délicat que pour les entreprises industrielles l'élaboration de business plan à moyen terme et limite ainsi la portée des conclusions obtenues par la méthode DCF. Cela justifie l'importance donnée, dans les évaluations bancaires, aux méthodes analogiques et à la méthode WEV, alors que la méthode DCF, quand elle peut être mise en œuvre, est souvent privilégiée pour les évaluations d'entreprises industrielles et commerciales».

lità che interessano i corsi azionari nei diversi mercati, le quali potrebbero risultare molto disomogenee e conseguenza per esempio delle particolari condizioni di incertezza in merito agli assetti politici e agli scenari macroeconomici e macrofinanziari.

## 15.7 La stima del costo dell'equity

Per la stima del costo dell'equity<sup>48</sup> l'operatività fa riferimento per lo più a modelli analitici, e in particolare al CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), secondo il quale:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

con:

$K_e$  = rendimento atteso sui mezzi propri o *hurdle rate* o costo dell'equity

$R_f$  = rendimento atteso su investimenti privi di rischio (*risk free rate*)

$R_m$  = rendimento del portafoglio di mercato

$\beta$  = Beta azionario

Si noti come il modello attribuisca un ruolo determinante al Beta, che costituisce l'unico parametro in grado di spiegare differenze nel cost of equity di due diverse società, risultando comuni in linea di principio i parametri  $R_m$  e  $R_f$ . L'accuratezza e/o la ragionevolezza della stima del Beta sono dunque essenziali nella valutazione.

Notoriamente il metodo più utilizzato per stimare il Beta è l'analisi di regressione. Il Beta è dato dal rapporto tra la covarianza dei rendimenti storici dell'azione con i rendimenti storici del portafoglio di mercato e la varianza dei rendimenti storici del portafoglio di mercato<sup>49</sup>:

$$\beta_j = \frac{Cov(r_j, r_m)}{\sigma_m^2}$$

Questo metodo non è però considerato il più accurato. Infatti il Beta ottenuto dalla regressione (*regression beta*) è spesso caratterizzato da un elevato «errore standard»<sup>50</sup>. In tal caso il Beta stimato si rivela erroneo e non adatto ai fini della valutazione. Per esempio se il beta è pari a 1,2 con un errore standard di 0,5, la stima è scarsamente attendibile, potendo il beta attestarsi su valori compresi all'interno del *range*  $1,2 \pm 0,5$ . Sono numerosi, poi, i casi in cui il *regression beta* non può essere

<sup>48</sup> Ove i tassi di attualizzazione siano determinati in termini reali, questi vanno comunque corretti in valori nominali aggiungendovi un appropriato tasso di inflazione. Quest'ultimo tasso può essere determinato utilizzando i tassi medi dell'inflazione attesa su un periodo pluriennale.

<sup>49</sup> In Appendice 2 sono richiamati concetti statistici di base utili per apprezzare il significato del Beta quale indicatore del rischio di mercato o sistematico.

<sup>50</sup> In statistica l'«errore standard» di una misura è definito come la stima della deviazione standard dello stimatore. È dunque una stima della variabilità dello stimatore, cioè una misura della sua imprecisione.

stimato, per esempio perché la banca non è quotata, oppure la quotazione è troppo recente e quindi non è disponibile una serie storica sufficientemente lunga.

In alternativa viene proposto l'approccio del cd. *beta bottom-up*, che risulta certamente più laborioso rispetto a quello volto alla stima del *top-down (regression) beta*, ma che conduce – ove possa essere applicato in modo convincente – a risultati più affidabili. La stima del *beta bottom-up* richiede:

1. l'identificazione dei diversi macro-business in cui la banca opera e l'individuazione di gruppi di banche quotate comparabili rispetto alle specificità dei singoli business. Si avranno quindi tanti gruppi quanti sono i business in cui è attiva la banca oggetto di valutazione;
2. la stima dei *regression beta levered*<sup>51</sup> dei diversi gruppi di *comparables* e il calcolo della media aritmetica<sup>52</sup> di quei valori all'interno di ciascun gruppo. In tal modo si ottiene un numero di *beta levered* medi pari al numero dei business della banca;
3. la stima della porzione di «valore» che la banca trae dai suoi diversi business;
4. il calcolo della media ponderata dei diversi *beta levered* medi stimati al punto 2 sulla base dei pesi calcolati al punto 3. Il risultato è il *beta bottom-up* cercato.

Naturalmente il *beta bottom-up*, tenuto conto del processo di stima, è comunque per sua natura un *regression beta*. Tuttavia si tratta di un beta stimato su un campione di banche, anziché con riferimento a un unico soggetto, il che riduce l'errore standard della stima<sup>53</sup>.

Emerge dalle precedenti note che nella valutazione delle banche l'approccio del *beta bottom-up* può non richiedere una procedura di *unlevering* e *relevering*, in ragione della maggiore omogeneità delle strutture finanziarie delle banche con riferimento al *debt/equity ratio*, derivante dai requisiti patrimoniali imposti dalla normativa prudenziale sul capitale delle banche. Ciò implica ovviamente che – astrattamente posta la parità dell'articolazione e dei pesi dei diversi business in cui operano – le diverse banche del campione utilizzato per la stima del *beta bottom-up* sarebbero valutate adottando lo stesso beta. Si rivela quindi di grande importanza, ove possibile, costruire campioni di soggetti che presentino una buona omogeneità.

In pratica, non è sempre possibile adottare l'approccio del *beta bottom-up*, come suggerito da una parte significativa della letteratura<sup>54</sup>. Spesso, infatti, non sono dispo-

<sup>51</sup> Come si dirà oltre, nel caso delle banche è sconsigliata la procedura di *unlevering* sulla base del *D/E ratio* medio dei *comparables*, volta a depurare il beta degli effetti della struttura finanziaria, e di *relevering* in relazione al *D/E ratio* della banca oggetto di valutazione.

<sup>52</sup> La semplice media aritmetica evita la dominanza di qualche banca del gruppo dei *comparables* che, per dimensione relativa, potrebbe condizionare significativamente una media ponderata.

<sup>53</sup> L'errore standard del *beta bottom-up* di una banca monobusiness approssimativamente può essere definito come: (valore medio degli errori standard dei diversi beta del campione)/(√n. di banche del campione).

<sup>54</sup> Per esempio, Aswath Damodaran, *Estimating Risk Parameters*, New York, Stern School of Business.

nibili campioni di *comparables* quotati sufficientemente numerosi per consentire l'utilizzo di quell'approccio. In tal caso dovrà accettarsi qualche rinuncia rispetto all'impostazione teorica descritta, utilizzando campioni di dimensioni molto ridotte e/o composti da banche parzialmente disomogenee, oppure tralasciando stime relative a singoli business, o ripiegando sul *top-down (regression) beta*.

Di seguito sono richiamati alcuni approcci alla stima del cost of equity riscontrati in concrete applicazioni<sup>55</sup>.

#### *Il tasso $R_f$ per investimenti privi di rischio*

Nella pratica si osserva per lo più l'utilizzo di un dato puntuale riferibile al momento della valutazione, e precisamente il rendimento dei titoli di stato a lungo termine, dove il rendimento del titolo decennale risulta quello più frequentemente rilevato. Naturalmente questo presuppone che detti titoli possano essere effettivamente considerati *risk free*, il che risulta messo in dubbio, anche per paesi industrializzati, dalla crisi del debito sovrano che ha colpito l'Europa particolarmente a partire dagli anni 2010-2011. Per quanto concerne il contesto italiano, ciò ha indotto a utilizzare talvolta il rendimento dei titoli di stato tedeschi, considerato pro tempore quello più assimilabile alla nozione di *Risk Free Rate*. In alternativa a un rendimento puntuale, talvolta è utilizzato un dato medio degli ultimi anni rilevato in più paesi, per esempio la media degli ultimi 5-6 anni dei rendimenti di titoli di stato quinquennali nei paesi dell'eurozona.

#### *L'Equity Risk Premium (ERP)*

Il premio per il rischio aziendale è rappresentato dalla differenza tra il rendimento del mercato azionario e il rendimento di un investimento in titoli privi di rischio determinato avendo a riferimento un arco temporale sufficientemente ampio. È stimato sulla base di dati storici, anche riferibili a diversi decenni, soprattutto ove si ritenga che in tal modo siano assicurate maggiore affidabilità e dimostrabilità, rispetto a una stima dell'*Equity Risk Premium* implicito nelle quotazioni di borsa, in contesti macroeconomici e di mercato che si riflettono in prezzi di borsa significativamente volatili e tendenzialmente non espressivi dei «fondamentali» economici. Si è per esempio osservato l'utilizzo della media geometrica dell'*Equity Risk Premium* rilevata sul mercato statunitense nel periodo dagli anni Trenta dello scorso secolo ai giorni nostri, corretta per il differenziale tra il tasso di inflazione USA e il tasso di inflazione del paese con riferimento al quale viene rilevato il *Risk Free Rate*.

<sup>55</sup> Si tratta di applicazioni nelle stime del «valore d'uso» delle diverse CGU (*Cash Generating Unit*) ai fini degli *impairment test* sugli avviamenti iscritti a bilancio effettuati dalle banche in base al principio contabile internazionale IAS 36 (Riduzione di valore delle attività). Si veda Michele Rutigliano, *Valore d'uso e impairment test sull'avviamento nel bilancio delle banche*, cit.

Ove la banca operi anche in economie caratterizzate da un rischio paese particolarmente significativo, si riscontra un'integrazione della formula di determinazione del CAPM con un ulteriore addendo quale *Country Risk Premium* (CRP) e un fattore di correzione  $\lambda$ :

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + \lambda \text{ CRP}$$

Il CRP può essere stimato sulla base di dati storici tenendo conto di due fattori:

1. il differenziale tra i rendimenti storici dei titoli di stato emessi dal paese cui il CRP si riferisce e i rendimenti dei titoli di stato emessi da un paese considerato «autenticamente» privo di rischio<sup>56</sup>;
2. la «correzione» del premio stimato *sub* (1) in considerazione della maggior rischiosità del mercato azionario rispetto a quello dei titoli di stato del paese in oggetto; tale componente può essere misurata dal rapporto tra la volatilità (espressa in termini di deviazione standard) del mercato azionario e la volatilità del mercato dei titoli di stato del paese cui il *country risk* si riferisce. In tal modo, il CRP esprime il premio per il rischio paese, nella prospettiva di un investitore nel mercato azionario del paese in esame.

Talvolta il CRP può essere opportunamente corretto in base a un coefficiente  $\lambda$ , volto a catturare l'esposizione specifica al CRP da parte della banca oggetto di valutazione, in considerazione dell'incidenza dei ricavi sul totale o a fronte di politiche di *risk management* sul rischio paese.

In alternativa a una stima dell'ERP sulla base di dati storici, si può ricorrere all'approccio del «premio al rischio implicito», che si fonda sul noto modello di Gordon:  $P_t = \text{DIV}_{t+1} / (K_e - g)$ .

In estrema sintesi, se si sostituisce a  $P_t$  il livello corrente di un indice di mercato azionario, a  $\text{DIV}_{t+1}$  il flusso atteso di dividendi stimato su quello stesso indice e al parametro « $g$ » una stima del futuro tasso di crescita ipotizzabile per gli utili delle società incluse nell'indice, la sola variabile incognita nel modello è rappresentata dal costo del capitale azionario  $K_e$ , che quindi può essere dedotto. Sottraendo a esso il tasso privo di rischio, è quindi possibile ottenere una stima del premio al rischio implicito nei prezzi correnti di borsa. Come si è più sopra ricordato, questo approccio può però essere sconsigliato in presenza di condizioni di volatilità dei mercati azionari particolarmente accentuate e/o di valori di borsa che appaiano lontani dai fondamentali macroeconomici e aziendali.

Talvolta ai fini della stima dell'ERP si procede invece separatamente a una stima del premio al rischio sul debito sulla base del *Credit Default Swap* medio degli ulti-

<sup>56</sup> In recenti applicazioni, in considerazione delle «turbolenze» che hanno interessato anche il debito pubblico italiano, è stato precisato che, tenuto conto della sensibile crescita degli *spread* riscontrata nel corso del 2010, in luogo di valori medi storici prudentemente sono stati considerati i più recenti *spread* rispetto ai titoli governativi tedeschi.

mi anni pagato dalla banca e di un premio al rischio sul capitale proprio determinato con l'*option based model*<sup>57</sup> e basato sulla volatilità delle azioni della banca negli ultimi anni. L'approccio si fonda sull'ipotesi che esista una correlazione fra *Equity Risk Premium* e volatilità dei rendimenti azionari, che può essere stimata sulla base delle volatilità implicite nei prezzi delle opzioni. In tal modo si perviene a stimare un ERP implicito.

### *Il Beta*

Per la stima del Beta si riscontra l'utilizzo della regressione lineare dei rendimenti storici settimanali di mercato del titolo azionario della banca con riferimento a un periodo pluriennale, per esempio 2-3 anni, rispetto ai rendimenti riferibili all'intero mercato azionario misurati sulle dinamiche di un indice di borsa rappresentativo del listino in tutte le sue componenti settoriali.

Talvolta è utilizzata la media dei Beta *adjusted* rilevati da un *information provider* per un campione di banche quotate di dimensioni analoghe a quella oggetto di valutazione. Il Beta *adjusted* (o Beta «corretto») è considerato una conseguenza della *Efficient Market Theory*, secondo la quale, quando tutte le informazioni sono note, il mercato tenderà a spingere i valori azionari verso il livello «adeguato», poiché ogni investitore sarà in grado di compiere scelte corrette. Ciò comporta che i rendimenti delle azioni non in linea con il mercato tenderanno ad aumentare o diminuire per convergere verso il rendimento di mercato. Per la stima dell'*Adjusted Beta* viene per lo più suggerita la formula:  $Adjusted\ Beta = Regression\ Beta (0.67) + 1.00 (0.33)$ .

## **15.8 Diagnosi del sistema aziendale ed Equity Value**

La trattazione precedente ha posto l'enfasi sui modelli valutativi, forse inducendo a ritenere che la qualità della valutazione della banca dipenda essenzialmente dall'utilizzo del modello più idoneo nella fattispecie sottoposta all'analista. Nelle concrete applicazioni, per contro, ampio spazio dovrebbero trovare analisi che nel loro insieme costituiscano una «diagnosi del sistema aziendale», da effettuare nei limiti delle informazioni disponibili nella specifica situazione. Si tratta di analisi i cui risultati possono essere riversati nel modello valutativo per lo più non agevolmente, attraverso le stime dei valori e dei parametri che alimentano il modello stesso, ma che certamente contribuiscono a irrobustire la valutazione, rendendola più «consapevole» delle specificità della realtà aziendale oggetto della stima. Di seguito sono riassunti alcuni profili della necessaria diagnosi, senza pretesa di esaustività né rispetto alla numerosità delle tematiche rilevanti, né rispetto alla completezza delle argomentazioni svolte.

<sup>57</sup> Si veda Aswath Damodaran, *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2011 Edition Updated: February 2011* (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/ERP2011.pdf>).

### *Composizione del capitale e valore dell'equity*

Un primo aspetto attiene alla struttura del capitale della banca<sup>58</sup>. Posto che il processo valutativo restituisca un valore da attribuire al *core equity*, quale riflesso degli input che alimentano il modello, risulta ragionevole ritenere che la struttura del capitale della banca non sia irrilevante nella stima del capitale economico e che le specificità di questa struttura potrebbero non essere ben colte dal modello stesso. Il tema è di particolare rilevanza proprio nel settore bancario, ove la possibile articolazione del patrimonio di vigilanza non trova situazioni confrontabili nei settori industriali e commerciali. Sia pure nei limiti fissati dalle regole prudenziali, strumenti ibridi di capitale e passività subordinate possono consentire di soddisfare diversamente i requisiti patrimoniali; inoltre, il grado di patrimonializzazione<sup>59</sup> assume nel settore un'importanza che non ha riscontro al di fuori del sistema bancario.

Non vi è dubbio che, posta la parità delle altre condizioni, la banca più dotata in termini di *core equity*<sup>60</sup> rifletta più elevati valori di capitale economico, sia in quanto risulterà più elevato il margine di interesse, sia in relazione al più basso costo dell'*equity* che presumibilmente potrà utilizzarsi per l'attualizzazione dei flussi rilevanti. Nel modello *Excess Return*, invece, la dotazione patrimoniale assume anche una rilevanza autonoma, poiché il *fair value* delle attività al netto delle passività della banca costituisce un primo significativo addendo nella stima del capitale economico.

Sempre a parità delle altre condizioni, se assumiamo invece che due diverse entità presentino una medesima dotazione in termini di *core equity*, ma una diversa patrimonializzazione (di vigilanza) complessiva che comunque soddisfi i requisiti regolamentari minimi, ne consegue che: a) ove vi siano eccedenze in termini di *core equity*, queste siano valorizzate quale *Excess Capital*, sicché l'entità con il più elevato EC tenderà a esprimere un più elevato *equity value*; b) ove tali eccedenze non si riscontrino, l'entità caratterizzata dal *Total Capital Ratio* maggiore potrebbe riflettere un minore costo dell'*equity*, ma presumibilmente un più elevato costo medio del *funding*.

In conclusione, nella valutazione della banca la dimensione e la composizione del capitale, nelle sue diverse accezioni, assumono una speciale rilevanza, che richiede all'analista un'adeguata comprensione dei vincoli regolamentari attuali e prospettici, delle specifiche caratteristiche degli strumenti ibridi di capitalizzazione e delle passività subordinate eventualmente emessi, degli effetti sul conto economico e sul costo del capitale di rischio derivanti dalla specifica articolazione della dotazione patrimoniale.

<sup>58</sup> L'argomento, che mi pare trascurato in letteratura, è qui solo abbozzato; è invece a mio parere meritevole di ulteriori approfondimenti.

<sup>59</sup> In termini di Core Tier 1, Tier 1 e Total Capital Ratio.

<sup>60</sup> A parità di patrimonio di vigilanza complessivo.

### *Governance e sistema di controllo interno*

Nella valutazione della banca diviene importante poter apprezzare la qualità della *governance* e del sistema di controllo interno<sup>61</sup>. In merito alla *governance* sembra evidente che diversamente si presenta il caso in cui la valutazione è finalizzata a un'acquisizione del controllo, cui possa eventualmente seguire una sostituzione dei componenti dell'organo amministrativo e del top management, rispetto alla valutazione di una partecipazione di minoranza o dell'azione in una prospettiva di puro investimento di portafoglio.

Nel secondo caso la qualità effettiva della *governance* diviene un tema particolarmente significativo e innanzitutto richiamerei l'importanza che a questo proposito riveste la presenza di una compagine sociale, relativamente ai soci che detengono quote rilevanti, sufficientemente coesa di fronte alle principali scelte di competenza dell'assemblea, o comunque sottoposte «di fatto» al vaglio dei suddetti soci.

Il legislatore nei diversi paesi tende a definire, in particolare per le banche, modelli di *governance* che sotto il profilo formale sembrano soddisfare taluni importanti requisiti, sia in termini strutturali e di articolazione degli organi sociali, sia con riferimento ai profili e alle professionalità dei soggetti che possono farne parte. Così in Italia prevale il cd. *modello tradizionale*, che vede la presenza del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale quali organi amministrativo e di controllo. Meno frequente il cd. *modello dualistico*, ove le responsabilità di indirizzo strategico sono affidate al consiglio di sorveglianza, mentre al consiglio di gestione è attribuita la responsabilità di amministrare la banca mediante politiche aziendali, tattiche e azioni coerenti con il suddetto indirizzo<sup>62</sup>. Non sono invece presenti casi di banche che adottino il cd. *modello monistico*.

<sup>61</sup> Si veda anche: Gerard Caprio, Luc Laeven, Ross Levine, *Governance and Bank Valuation*, October 2007 ([www.luclaeven.com](http://www.luclaeven.com)); Vassily Bokov, Andrei Vernikov, *Quality of Governance and Bank Valuation in Russia: An Empirical Study*, October 2008.

<sup>62</sup> Un significativo esempio è notoriamente costituito da Intesa Sanpaolo. La banca «adotta il modello dualistico di amministrazione e controllo, nel quale sono separate le funzioni di controllo e di indirizzo strategico, esercitate dal Consiglio di Sorveglianza, e quelle di gestione dell'impresa sociale, esercitate dal Consiglio di Gestione in applicazione di quanto previsto dall'art. 2409-*octies* ss. c.c. e dall'art. 147-*ter* ss. del Testo unico della finanza. La scelta del modello dualistico – largamente utilizzato, sia pure con le caratteristiche specifiche che lo distinguono nei singoli ordinamenti, in altri paesi dell'Unione Europea nelle società di più grandi dimensioni e con azionariato diffuso – si è fondata su diverse motivazioni.

In primo luogo, tale modello determina una migliore demarcazione tra proprietà e gestione, in quanto il Consiglio di Sorveglianza si pone quale filtro tra gli azionisti e l'organo gestorio – il Consiglio di Gestione – e sembra quindi poter rispondere più efficacemente rispetto al modello tradizionale alle esigenze di maggior trasparenza e riduzione dei potenziali rischi di conflitto di interessi.

Inoltre, il ruolo attribuito dalla legge al Consiglio di Sorveglianza enfatizza la distinzione tra la funzione del controllo e degli indirizzi strategici, da un lato, e la funzione della gestione dall'altro, consentendo di delineare al meglio ruoli e responsabilità degli organi sociali, anche a garanzia di una sana e prudente gestione della Banca. In particolare, il Consiglio di Sorveglianza, che assomma in sé alcuni poteri tipici dell'Assemblea, funzioni del collegio sindacale e alcuni poteri di “alta amministrazione”, assolve ad un compito di indirizzo e controllo, anche di merito, sulla gestione della Società più ampio di quello tipicamente svolto dall'organo sindacale» ([www.group.intesasanpaolo.com](http://www.group.intesasanpaolo.com) – 17/04/2012).

Ritengo che non possa ritenersi astrattamente preferibile l'uno o l'altro dei modelli adottabili in base alla vigente normativa codicistica. Né sembrano decisivi – pur riconoscendone l'importanza – i contenuti delle previsioni statutarie, l'adesione formale alla disciplina regolamentare dettata in argomento dalla Banca d'Italia<sup>63</sup> e al Codice di autodisciplina per le società quotate predisposto dal *Comitato per la corporate governance*, il *self assessment* dei membri dell'organo amministrativo, oppure la *Board review* effettuata da soggetti terzi indipendenti. Rilevanti sono piuttosto le concrete scelte operate dai soci con riferimento alla composizione degli organi sociali, all'attitudine dei soggetti nominati, alla loro disponibilità di tempo, alla conoscenza dei business in cui opera la banca, alla volontà di esercitare un effettivo ruolo nelle decisioni più rilevanti, alla sensibilità al rispetto sostanziale della normativa generale e di settore e alla presenza di un adeguato sistema di controllo interno. Pure rilevante è l'equilibrio tra i poteri e le prerogative degli organi sociali, in particolare – per esempio nel modello tradizionale – tra l'organo amministrativo e quello di controllo, tra la presidenza e l'amministratore delegato, equilibrio che però non è indipendente dalle concrete scelte cui sopra si è fatto riferimento.

Risulta evidentemente arduo convertire la valutazione qualitativa di profili di *governance* di livello alto in un *discount* o *premium factor* da introdurre nel processo estimativo, ma sembra ragionevole ritenere che la stima degli input del modello valutativo – i quali necessariamente riflettono una *vision* sul futuro dell'entità oggetto di valutazione – non possa risultare neutra rispetto ai profili richiamati. La credibilità dei budget e dei piani strategici, la sostenibilità dei risultati economici e finanziari prospettici, l'attenzione ai rischi e ai temi di *compliance*, il premio al rischio da ritenersi congruo e via enumerando sono anche la risultante di una *governance* equilibrata e degli apporti professionali che possono derivare dalle competenze espresse dagli organi sociali e realmente messe a disposizione della società.

Il sistema di controllo interno (SCI) nelle banche costituisce un articolato insieme di organi e funzioni, che compongono un mosaico in continuo divenire a seguito del susseguirsi di interventi normativi e regolamentari, alla difficile ricerca di un assetto che risponda ai requisiti di efficacia ed efficienza<sup>64</sup>. Basti considerare che tipicamente si riscontra la presenza dei seguenti organi: il consiglio di amministrazione e l'amministratore delegato, in relazione ai poteri/doveri di controllo attribuiti dalla legge; il comitato (di amministratori) per il controllo interno; il comitato (di amministratori) per le operazioni con parti correlate; il collegio sindacale nel modello tradizionale, anche nella sua veste di comitato per il controllo interno e la revisione

<sup>63</sup> Si veda Banca d'Italia, *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche* (04/03/2008); European Banking Authority, *Guidelines on Internal Governance*, 27 settembre 2011; Banca d'Italia, *Applicazioni delle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, 11/01/2012.

<sup>64</sup> Si veda Michele Rutigliano, *Organizzazione, governo societario e controlli interni negli intermediari finanziari: eccesso di regolamentazione o fallimento dell'autodisciplina?*, in Michele De Mari (a cura di), *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MIFID: prime valutazioni e tendenze applicative (Aspetti organizzativi, regole di condotta, consulenza in materia di investimenti)*, Padova, Cedam, 2009.

contabile *ex* D.Lgs. 39/2010 (di regola, alcuni membri del consiglio di sorveglianza, nel modello dualistico), l'organismo di vigilanza *ex* D.Lgs. 231/2001. Si riscontra inoltre la presenza delle seguenti funzioni obbligatorie: *risk management*, *compliance*, *internal audit*.

Per quanto attiene specificamente al controllo contabile va ovviamente richiamato l'importante ruolo della società di revisione, né organo sociale, né funzione interna, bensì soggetto esterno incaricato del controllo in oggetto. E all'interno della società spicca la funzione del *dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari*, *ex* L. 262/2005.

Da ultimo, per quanto inusuale sia ricomprenderle nell'ambito del SCI, nel caso delle banche hanno assunto un ruolo sempre più significativo le autorità di vigilanza, Consob e Banca d'Italia. Del resto risulta difficile escluderle sotto il profilo fattuale, se si considera che dette autorità sono divenute interlocutori in via continuativa e preventiva, con un potere sostanziale di interdizione e una capacità di *moral suasion* anche al di fuori di specifici interventi ispettivi.

Per quanto la struttura complessiva dell'intero apparato dei controlli possa apparire pletorica e l'articolazione del SCI attualmente possa risultare eccessivamente frammentata, sicché sarebbe auspicabile un riordino normativo che non risenta eccessivamente delle spinte corporative, anche con riferimento al controllo interno può affermarsi che la sua capacità di contribuire alla creazione di valore è funzione del concreto operare degli organi e delle funzioni citati, nonché del grado di indipendenza dal business. Certamente ciò è di difficile apprezzamento all'esterno, ma sono leggibili alcuni (imprecisi e parziali) indicatori: per esempio, la composizione degli organi di controllo e la loro presumibile indipendenza; i contenziosi rilevanti che hanno interessato la banca e di cui si ha notizia dal bilancio e dalla stampa; le sanzioni comminate dalle autorità di vigilanza e le relative motivazioni; l'entità dei compensi riconosciuti al soggetto incaricato del controllo contabile, e le relative causali, in quanto aggiuntivi rispetto a quelli inizialmente concordati per la revisione contabile.

Considerato che una sottovalutazione dei potenziali rischi da parte della banca può comportare rilevanti oneri, che spesso tendono a emergere con un ritardo temporale anche significativo<sup>65</sup>, si comprende che il grado di robustezza (percepita) del sistema di controllo interno dovrebbe costituire un aspetto non irrilevante nella definizione del premio al rischio da utilizzare nel processo estimativo.

---

<sup>65</sup> Si pensi ai potenziali rischi derivanti da una politica commerciale eccessivamente aggressiva in tema di concessione del credito o di collocamento di strumenti finanziari (non adeguati) a imprese e risparmiatori, oppure derivanti da rilevanti operazioni strutturate, per il portafoglio di proprietà della banca, con un significativo potenziale elusivo rispetto alla vigente normativa fiscale ecc. Per lo più il comune denominatore è peraltro la realizzazione di budget *top down* aggressivi, conseguita talvolta violando o eludendo norme esterne e interne, codici di autodisciplina, nonché un'etica di comportamento che dovrebbe essere fatta salva prescindendo dall'esistenza di una regola esplicita.

### *Il modello organizzativo e la sua concreta attuazione*

Più in generale la struttura organizzativa della banca, e dell'intero gruppo bancario, riveste un ruolo importante. Costituisce l'habitat all'interno del quale dovrebbe svilupparsi un'ordinata operatività, con linee gerarchiche e di riporto funzionale ben delineate e coerenti con gli obiettivi di fluidità dei processi e di presidio dei rischi. L'eccessiva frammentazione del gruppo in un elevato numero di *legal entity*, un'articolazione societaria non pienamente rispondente a principi di razionalità e invece incline a soddisfare localismi o ruoli manageriali eccedenti i reali bisogni, una inadeguata capacità di direzione e coordinamento della capogruppo, l'emanazione di *policy* di gruppo destinate a essere disattese per mancanza di incisività o di presidi di controllo, processi operativi interessati da una eccessivamente lunga sequenza di punti di responsabilità e via dicendo costituiscono tutti fattori di indebolimento della capacità della banca/gruppo di esprimere risultati positivi in presenza di rischi adeguatamente presidiati. Nella valutazione della banca e del gruppo non possono essere trascurati questi profili, per quanto possano essere conoscibili all'esterno.

### *Qualità dei risultati e diversificazione del business*

Dei risultati economico-finanziari, correnti e prospettici esistono evidentemente una dimensione quantitativa e una qualitativa. Nella valutazione del capitale economico si tende a concentrarsi sulla prima, assumendo passivamente che la seconda sia comunque ben colta dalla valutazione sintetica del rischio che si riflette nel premio al rischio. Quale che sia la modalità con cui si ritiene che possa darsi conto della qualità dei risultati, va rimarcato che un'adeguata attenzione nella valutazione va prestata alla modalità di formazione dei flussi reddituali e finanziari attesi, in quanto originati da diverse aree di affari che possono risultare disomogenee in termini di volatilità dei risultati attesi e sostenibilità nel medio-lungo termine. Sembra plausibile ritenere che – a parità di altre condizioni – i flussi derivanti dalle aree dell'*investment banking*, del *private banking*, dell'*asset management* e soprattutto del trading su strumenti finanziari, nonché i margini commissionali su servizi di investimento in generale, possano risultare più instabili dei margini di interesse derivanti dall'intermediazione tradizionale. Quanto sopra va evidentemente contestualizzato con riferimento alle specifiche realtà oggetto di valutazione entro una data congiuntura dei mercati, ma sembra ragionevole ritenere che si tratti di un profilo che richiede la dovuta attenzione nella concreta applicazione di qualsivoglia modello valutativo.

Analogamente può dirsi con riferimento al grado di diversificazione settoriale e geografica (nazionale e internazionale) delle attività della banca o del gruppo bancario. Per quanto a posteriori scelte di insediamento in taluni paesi possano rivelarsi fonte di ingenti svalutazioni di partecipazioni o comunque di perdite, in linea di principio una diversificazione geografico-settoriale degli interessi e del business tende evidentemente ad attribuire maggiore stabilità ai risultati economici, favorendo una sostenibilità nel medio termine delle attese condensate nei piani industriali.

### *Rischi di impairment dell'avviamento e rischi tipici dell'attività bancaria*

Nella valutazione della banca non pare irrilevante l'eventuale presenza in bilancio di significativi importi iscritti a titolo di avviamento<sup>66</sup>. Com'è noto, almeno annualmente l'avviamento è sottoposto all'*impairment test* previsto dal principio contabile internazionale n. 36, il quale richiede la stima del «valore recuperabile» delle *Cash Generating Unit* e l'eventuale impairment – in primis dell'avviamento allocato – ove il valore recuperabile sia inferiore al valore contabile della CGU (*carrying amount*). Poiché di fatto l'eventuale impairment è sempre giustificato da non favorevoli previsioni reddituali e finanziarie, riferibili alla CGU oggetto del test, sia in quanto esse sono specifici input nella stima del valore d'uso, sia in quanto comunque ne influenzano il *fair value*, non può realisticamente prevedersi un futuro impairment dell'avviamento, poiché ciò implicherebbe il paradosso di una previsione oggi di future previsioni diverse da quelle correnti. Risulterebbe quindi incoerente che i piani industriali, che costituiscono la base delle valutazioni di capitale economico, esponano, anche solo prudenzialmente, future svalutazioni di avviamenti.

Quanto sopra giustifica quindi la necessità di una particolare attenzione, in sede di valutazione della banca, ove siano presenti significativi importi iscritti in bilancio a titolo di avviamento. Si tratta infatti di poste che, sia pure potenzialmente, potrebbero risultare oggetto di future svalutazioni con effetti anche molto rilevanti sul conto economico, quindi costituiscono un rischio potenziale del quale tenere conto in sede di stima del valore. È pur vero che l'avviamento non influenza il patrimonio di vigilanza, poiché esso viene dedotto a quei fini, tuttavia l'eventuale impairment ha effetti, oltre che sul conto economico, anche ovviamente sul patrimonio netto contabile e realisticamente sulla distribuzione dei dividendi. Tenuto anche conto delle motivazioni che conducono a un eventuale impairment dell'avviamento, certamente riconducibili con vario peso sia a fattori esterni di mercato sia a fattori interni aziendali, esso ha quindi tutt'altro che un «mero» significato contabile, come talvolta potrebbe invece sostenere un top management che difettesse di piena trasparenza e disponibilità all'autocritica e che quindi chiedesse di essere valutato sulla base di risultati che sterilizzino gli effetti del test.

Nella valutazione della banca, come di qualsiasi altra impresa, la considerazione del profilo di rischio<sup>67</sup>, segnatamente i rischi tipici dell'attività bancaria, è di grande importanza, anche se non risulta agevole riversare i risultati che derivano dall'analisi del suddetto profilo nei parametri e nei flussi di input di un modello di valutazione del capitale economico. Eppure i rischi di credito, di mercato, operativi, di liquidità e gli altri rischi che caratterizzano l'attività della banca, per quanto desumibili dall'informativa finanziaria esterna o interna, secondo l'ottica della valutazione, dovreb-

<sup>66</sup> Il tema riguarda anche i marchi, attività immateriale a vita utile indefinita, nonché le altre attività immateriali a vita utile definita che tipicamente sono iscritte nei bilanci bancari, quali *core deposits* e *customer relationship*. Tuttavia l'avviamento costituisce la principale voce che emerge a seguito di aggregazioni nel settore bancario.

<sup>67</sup> Til Schuermann, Kevin J. Stiroh, *Visible and Hidden Risk Factors for Banks*, Federal Reserve Bank of New York, May 2006.

bero ricevere un'attenzione maggiore rispetto a quella che indirettamente si riflette nelle rilevazioni utili alla stima dei Beta. Particolarmente nel caso dei grandi gruppi bancari, ciò richiede all'analista esterno un'approfondita lettura del bilancio, in particolare della nota integrativa, della relazione sulla gestione redatta dagli amministratori e inoltre dell'informativa di cui al Terzo Pilastro di Basilea 2<sup>68</sup>.

Le considerazioni svolte in questo paragrafo certamente non esauriscono i temi che l'analista è chiamato a esaminare per giungere a esprimere una propria ragionevole stima dell'equity value della banca. Si propongono quindi di richiamare l'attenzione sulla necessità, che parrebbe ovvia, di far precedere la scelta del modello valutativo, come pure la stima dei flussi e dei parametri rilevanti, da una diagnosi, accurata per quanto possibile, del sistema aziendale, che abbia per oggetto i profili più sopra richiamati e quelli che nel caso di specie risultassero di evidente interesse al fine di pervenire a una meditata valutazione.

---

<sup>68</sup> Si veda Michele Rutigliano, *Rischi e politiche di copertura. Le informazioni della nota integrativa*, in M. Rutigliano (a cura di), *op. cit.*

## Appendice 1

### Il Free Cash Flow to Equity Model. Un'applicazione<sup>69</sup>

Come già sottolineato, il FCFE Model è un modello analitico. Per la sua applicazione è necessario predisporre conti economici e stati patrimoniali proforma per il periodo di previsione esplicita, stimando infine un *Terminal Value* sulla base di date assunzioni circa la crescita in perpetuo del FCFE. Nella **Tabella A.1** sono espresse le assunzioni sulle quali poggiano le previsioni economiche e patrimoniali per un periodo di cinque anni (da  $T_1$  a  $T_5$ ). Nella fattispecie non è oggetto di considerazione l'eventuale presenza di un capitale iniziale eccedente o deficitario (*Excess Capital*). I dividendi attesi relativi al primo anno di previsione saranno comunque stimati in funzione della necessità di raggiungere subito il Tier 1 ratio target.

**Tabella A.1**

<b>Ipotesi di sviluppo</b>	
<b>Passività</b>	
Tasso di crescita dei depositi	3,50%
Tasso di crescita degli altri debiti onerosi	2,00%
Tasso di crescita delle altre passività non onerose	2,20%
<b>Attività</b>	
Tasso di crescita dei crediti	2,50%
Tasso di crescita dei titoli	3,70%
Tasso di crescita delle altre attività (non fruttifere)	2,50%
Tasso di crescita delle immobilizzazioni immateriali	3,40%
<b>Conto economico</b>	
Tasso di crescita delle commissioni	3,50%
Tasso di crescita dei costi operativi	2,50%
Tasso medio di interesse attivo su crediti, titoli, liquidità e attività fruttifere	4,60%
Tasso medio di interesse passivo su depositi e altri debiti onerosi	2,80%
Incidenza rettifiche nette su crediti	1,00%
Aliquota di imposta complessiva	34,00%

Con queste assunzioni si stimano alcune voci dello stato patrimoniale (**Tabella A.2**); certamente non quelle relative al patrimonio netto, che dipendono dalle stime reddituali e dagli obiettivi/vincoli di capitalizzazione (patrimonio di vigilanza). La tabella riporta in realtà tutti i valori; ma la voce «Riserva utile non distribuito» è calcolata successivamente in altra tabella, mentre la voce «Liquidità e altre attività fruttifere» accoglie importi per quadratura attivo-passivo.

<sup>69</sup> L'esempio è ripreso, con alcuni adattamenti, da Mario Massari, Gianfranco Gianfrate, *op. cit.*

Tabella A.2

Stato patrimoniale	T-1	T0	T1	T2	T3	T4	T5
<b>Attivo</b>							
Crediti	200.000	250.000	256.250	262.656	269.223	275.953	282.852
Titoli	380.000	400.000	414.800	430.148	446.063	462.567	479.682
<i>Liquidità e altre attività fruttifere</i>	90.000	100.000	104.964	107.111	109.301	111.535	113.815
Altre attività (non fruttifere)	30.000	35.000	35.875	36.772	37.691	38.633	39.599
Immobilizzazioni immateriali	10.000	12.000	12.408	12.830	13.266	13.717	14.184
<b>Totale</b>	<b>710.000</b>	<b>797.000</b>	<b>824.297</b>	<b>849.516</b>	<b>875.544</b>	<b>902.406</b>	<b>930.132</b>
<b>Passivo</b>							
Depositi	464.000	520.000	538.200	557.037	576.533	596.712	617.597
Altri debiti onerosi	180.000	205.500	209.610	213.802	218.078	222.440	226.889
di cui: passività subordinate (10% degli altri debiti onerosi)	18.000	21.450	20.961	21.380	21.808	22.244	22.689
Altre passività (non onerose)	32.000	33.500	34.237	34.990	35.760	36.547	37.351
Patrimonio netto	34.000	38.000	42.250	43.687	45.173	46.709	48.297
Capitale versato e riserve	28.500	28.500	28.500	28.500	28.500	28.500	28.500
Riserva utile non distribuito	5.500	9.500	13.750	15.187	16.673	18.209	19.797
<b>Totale</b>	<b>710.000</b>	<b>797.000</b>	<b>824.297</b>	<b>849.516</b>	<b>875.544</b>	<b>902.407</b>	<b>930.133</b>

La Tabella A.3 espone i conti economici previsionali sulla base delle assunzioni di cui sopra. Questa tavola può essere completata senza rinviare il computo alcuna voce.

Tabella A.3

Conto economico	T-1	T0	T1	T2	T3	T4	T5
Interessi attivi	30.400	34.500	35.697	36.796	37.931	39.103	40.312
% su crediti, titoli e altre attività fruttifere	4,11%	4,47%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%
Interessi passivi	18.700	20.600	20.939	21.583	22.249	22.936	23.646
% su depositi e altri debiti onerosi	2,62%	2,76%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%
Interessi netti	11.700	13.900	14.758	15.213	15.682	16.166	16.666
Commissioni nette	8.900	9.500	9.833	10.177	10.533	10.901	11.283
<b>Margine di intermediazione</b>	<b>20.600</b>	<b>23.400</b>	<b>24.590</b>	<b>25.389</b>	<b>26.215</b>	<b>27.068</b>	<b>27.949</b>
Rettifiche/riprese di valore su crediti e altre attività	2.100	2.200	2.563	2.627	2.692	2.760	2.829
% rettifiche nette su crediti	0,87%	0,86%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<b>Risultato di gestione</b>	<b>18.500</b>	<b>21.200</b>	<b>22.028</b>	<b>22.763</b>	<b>23.522</b>	<b>24.308</b>	<b>25.121</b>
Costi operativi	12.900	13.800	14.145	14.499	14.861	15.233	15.613
<b>Utile ante imposte</b>	<b>5.600</b>	<b>7.400</b>	<b>7.883</b>	<b>8.264</b>	<b>8.661</b>	<b>9.076</b>	<b>9.508</b>
Imposte (34%)	2.100	2.400	2.680	2.810	2.945	3.086	3.233
<b>Utile netto</b>	<b>3.500</b>	<b>5.000</b>	<b>5.203</b>	<b>5.454</b>	<b>5.716</b>	<b>5.990</b>	<b>6.275</b>

La **Tabella A.4** riporta innanzitutto la stima della dinamica delle RWA (risk weighted assets) secondo un tasso di crescita del 3,40%, coerente con il tasso di crescita ai fini del terminal value e tale da stabilizzare il rapporto tra RWA e attività non ponderate al livello del 55%. Tenuto conto di un obiettivo di capitalizzazione (Tier 1) del 7% sulle RWA, può definirsi in valore il livello del patrimonio di base coerente con tale obiettivo. Sommando al patrimonio di base le attività immateriali, si stima il patrimonio netto contabile implicito nella stima del Tier 1 alla fine di ciascuno dei cinque anni di previsione analitica. Tali dati completano la **Tabella A.2** relativamente alla voce del patrimonio netto.

**Tabella A.4**

RWA e patrimonializzazione	T-1	T0	T1	T2	T3	T4	T5
RWA	404.500	412.300	426.317	440.811	455.797	471.293	487.316
% RWA su crediti, titoli e attività fruttifere	54,65%	53,42%	55%	55%	55%	55%	56%
Patrimonio di vigilanza totale (Total capital)	42.580	48.490	50.803	52.237	53.714	55.235	56.802
Patrimonio di vigilanza totale % (total cap.ratio)	10,53%	11,75%	12%	11,97%	11,93%	11,90%	11,86%
Patrimonio di base	22.640	27.040					
Tier 1 ratio	5,60%	6,56%					
<b>Tier 1 ratio obiettivo/ottimale</b>			<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>
Patrimonio tier 1 ratio obiettivo (% sulle RWA)			29.842	30.857	31.906	32.991	34.112
Patrimonio netto contabile implicito			42.250	43.687	45.172	46.708	48.296

Tenuto conto dei fabbisogni di capitale regolamentare, la **Tabella A.5** espone la dinamica dei dividendi attesi e degli utili accantonati a riserva, nonché il ROE atteso, computato sul patrimonio netto contabile di inizio anno. La **Tabella A.6** riporta invece il FCFE tenuto conto degli utili attesi e dei suddetti accantonamenti a riserva di utili. Si noti il *payout ratio* modesto per l'anno T1, dovuto all'elevato tasso di ritenzione di utili per quell'anno necessario per adeguare il patrimonio di vigilanza dell'anno T0 al Tier 1 obiettivo.

Tabella A.5

	T1	T2	T3	T4	T5
Riserva utile inizio esercizio	9.500	13.750	15.187	16.673	18.209
Utile di esercizio	5.203	5.454	5.716	5.990	6.275
Dividendi	953	4.018	4.231	4.454	4.687
Payout ratio	18,31%	73,66%	74,02%	74,36%	74,69%
Utili di esercizio ritenuti	4.250	1.437	1.485	1.536	1.588
Riserva utile fine esercizio	13.750	15.187	16.673	18.209	19.797
ROE (computato sul patrimonio netto iniziale)	13,69%	12,91%	13,09%	13,26%	13,43%

Tabella A.6

	T1	T2	T3	T4	T5
Utile netto	5.203	5.454	5.716	5.990	6.275
+/- Patrimonio netto	-4.250	-1.437	-1.485	-1.536	-1.588
Altre variazioni	0	0	0	0	0
<b>FCFE</b>	<b>952</b>	<b>4.018</b>	<b>4.231</b>	<b>4.454</b>	<b>4.687</b>

Infine la **Tabella A.7** conclude l'analisi con la stima dell'equity value sulla base di un cost of equity posto pari al 10%, riferito sia al periodo di previsione, sia al periodo successivo. La somma dei valori attuali dei FCFE attesi nel periodo di previsione esplicita e del valore attuale del terminal value rappresenta l'equity value della banca in oggetto.

Tabella A.7

	T1	T2	T3	T4	T5
FCFE	952	4.018	4.231	4.454	4.687
$K_e$	10,00%				
Coefficiente di attualizzazione = $1/(1+K_e)^t$	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62
FCFE attualizzati	866	3.320	3.179	3.042	2.910
$g$ oltre piano	3,40%				
FCFE oltre piano	4.846				
TV	73.428				
Valore attuale del TV	45.593				
Somma FCFE attualizzati	13.318				
<b>Equity Value</b>	<b>58.911</b>				

Si osservi, dalle **Tabelle A.5 e A.6**, che il FCFE coincide con il flusso dei dividendi. Ciò è conseguenza dell'assunzione secondo cui i flussi attesi distribuibili sono effettivamente ipotizzati come prospetticamente distribuiti quali dividendi. In tal caso appare evidente che i risultati ottenibili con i modelli FCFE e DDM non possono che coincidere. È pure evidente, però, che il DDM è un modello sintetico e di regola non si applica sulla base di informazioni quantitative derivanti dall'attività di pianificazione.

## Appendice 2

### Linea caratteristica del titolo, Beta e varianza residua

Alcuni concetti della teoria della regressione lineare sono di grande importanza in finanza. La variabilità dei rendimenti azionari, infatti, può essere almeno in parte spiegata dalla variabilità delle performance dell'intero mercato azionario. Ciò è abbastanza intuitivo e comunque facilmente verificabile empiricamente, non necessitando di una specifica teoria a sostegno.

In sostanza il rendimento di periodo del singolo titolo può essere posto in relazione con le variazioni percentuali per l'intero mercato, misurate sulle dinamiche di un indice di borsa rappresentativo dell'intero listino, in tutte le sue componenti settoriali. Tale relazione può essere formulata nel modo seguente:

$$r_{jt} = \alpha_j + \beta_j r_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

dove:

$r_{jt}$  = rendimento di periodo, per il generico titolo  $j$ , osservato al tempo  $t$

$r_{mt}$  = rendimento di periodo, per l'intero mercato, osservato al tempo  $t$

$\alpha_j$  = intercetta della retta di regressione (esprime il rendimento dell'azione quando il rendimento del mercato è nullo)

$\beta_j$  = coefficiente angolare della retta di regressione (esprime la sensibilità del rendimento azionario a variazioni del rendimento di mercato)

$\varepsilon_{jt}$  = scarto fra rendimento osservato per il titolo e rendimento leggibile sulla retta di regressione

La retta di regressione viene chiamata generalmente «linea caratteristica del titolo», poiché evidenzia la tipica reazione dei rendimenti del titolo medesimo ai rendimenti del mercato nel suo complesso. Quando  $\beta > 1$  l'azione tende a rispondere in modo più che proporzionale a variazioni positive o negative dell'indice (il titolo viene anche detto «aggressivo»). Quando  $\beta < 1$  l'azione risponde meno che proporzionalmente alle variazioni dell'indice (il titolo è detto «difensivo»). Teoricamente potrebbe essere  $\beta \leq 0$ , per quanto ciò sia difficilmente riscontrabile nella realtà dei mercati azionari. In quest'ultimo caso il titolo reagisce a variazioni dell'indice con variazioni nulle o di segno opposto. Il rischio dell'investimento azionario (la sua varianza totale) può quindi essere scomposto nelle sue due componenti principali:

- la varianza del rendimento del mercato, aggiustata rispetto al fattore Beta del titolo:  $\beta_j^2 \sigma_m^2$  (cd. rischio di mercato o sistematico);
- la varianza residua:  $\sigma_{\varepsilon_j}^2$  (cd. rischio specifico o non sistematico).

In altri termini:

$$\sigma_j^2 = \beta_j^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon_j}^2$$

In tal modo il rischio (varianza) attribuibile al titolo «*j*» viene scomposto in una componente che può essere associata alla varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato (rischio di mercato o sistematico) e in una componente – la varianza residua – che dipende da circostanze di interesse pressoché esclusivo per il singolo titolo (rischio specifico o non sistematico, o anche detto diversificabile).

Al fine di meglio chiarire i concetti di rischio sistematico e non sistematico, va ribadito che il primo riflette la componente della variabilità dei rendimenti attribuibile a fattori di ordine tipicamente macroeconomico capaci di investire l'insieme dei titoli rischiosi, quali, per esempio, tensioni inflazionistiche, variazioni dei tassi di interesse e più in generale modificazioni negli orientamenti della politica monetaria, significative innovazioni nella politica fiscale e/o di bilancio, inversioni del ciclo congiunturale nazionale e/o internazionale, variazioni di aspettative circa i comportamenti dei pubblici poteri nella definizione delle politiche economiche e monetarie. Oggi aggiungeremmo altri profili che attengono alla crisi dei debiti sovrani, alle tensioni in eurozona e via enumerando.

Il rischio non sistematico, invece, chiamato anche *business risk*, riflette variazioni dei rendimenti imputabili a fattori di interesse specifico per la singola società o per un definito comparto dei titoli quotati, quali, per esempio, variazioni delle prospettive commerciali e reddituali per la singola impresa, grado di variabilità dei risultati operativi e dei risultati di bilancio, in funzione delle politiche di investimento e delle strutture dei costi aziendali, nonché della struttura finanziaria ecc.

Onde evitare equivoci, va comunque anche sottolineato che non è tanto e sempre la natura dei fattori all'origine della variabilità dei rendimenti che consente di distinguere le componenti di rischio sistematico e non sistematico. Piuttosto è il grado di ampiezza e diffusione con cui si ritiene che un determinato fattore possa ripercuotersi sulle imprese in una data fase congiunturale.

Occorre richiamare l'attenzione su alcuni aspetti statistici, ricordando che:

$$\beta_j = \frac{Cov(r_j, r_m)}{\sigma_m^2} = \frac{\rho_{j,m} \sigma_j}{\sigma_m}$$

dove:

$Cov(r_j, r_m)$  = covarianza fra i rendimenti del titolo *j* e rendimenti di mercato  $r_m$

$\rho_{j,m}$  = coefficiente di correlazione<sup>70</sup> fra i rendimenti del titolo *j* e rendimenti di mercato  $r_m$

$$\rho_{j,m} = Cov(r_j, r_m) / (\sigma_j \sigma_m)$$

dove:  $-1 \leq \rho_{j,m} \leq +1$

<sup>70</sup> Si ricorda che il coefficiente di correlazione è la radice quadrata del coefficiente di determinazione. Quest'ultimo misura la frazione della variabilità dei rendimenti del titolo che può essere associata alla variabilità dei rendimenti di mercato.

e si noti che risulterebbe  $\beta < 0$ , se  $\rho_{jm} < 0$ , ma si è pure già chiarito che ciò risulta piuttosto irrealistico.

La varianza residua  $\sigma_{\varepsilon_j}^2$  può invece essere calcolata semplicemente per differenza:

$$\sigma_{\varepsilon_j}^2 = \sigma_j^2 - \beta_j^2 \sigma_m^2$$

Si consideri ora un esempio numerico, costruito in base a osservazioni dei rendimenti storici mensili dei titoli A e B, cui si aggiungono altrettante osservazioni relative alle variazioni mensili dell'indice azionario. Su tali dati sono calcolati i parametri della retta di regressione ( $\alpha$  e  $\beta$ ), nonché le covarianze dei rendimenti dei due titoli rispetto ai rendimenti dell'intero mercato, le varianze totali dei rendimenti dei medesimi titoli e la varianza del rendimento di mercato, i coefficienti di correlazione e infine la deviazione standard residua dei rendimenti di A e B.

Mesi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Rendimento titolo A	-3%	2%	1%	3%	0,25%	0,80%	-1%	0	2%	0,50%	0	-0,10%
Rendimento titolo B	1%	1,50%	1,50%	0,25%	3%	-2%	-1,50%	2%	2,50%	-0,50%	1%	-0,10%
Rendimento mercato	-0,10%	0	0,10%	0,10%	0,50%	-0,50%	-0,10%	0	1,20%	-0,10%	1,50%	-0,05%

$$\alpha_A = 0,003553$$

$$\alpha_B = 0,004083$$

$$\beta_A = \frac{Cov(r_A, r_m)}{\sigma_m^2} = \frac{0,00001565}{0,00003364} = 0,46529 = \frac{\rho_{A,m} \sigma_A}{\sigma_m} = \frac{0,173918 \cdot 0,0155175}{0,0058002}$$

$$\beta_B = \frac{Cov(r_B, r_m)}{\sigma_m^2} = \frac{0,00004947}{0,00003364} = 1,47053 = \frac{\rho_{B,m} \sigma_B}{\sigma_m} = \frac{0,553856 \cdot 0,0153999}{0,0058002}$$

varianza totale dei rendimenti del titolo A:  $\sigma_A^2 = 0,0002408$

varianza dei rendimenti del mercato, aggiustata rispetto al fattore Beta del titolo A:

$$\beta_A^2 \sigma_m^2 = 0,000007283$$

varianza residua dei rendimenti di A:

$$\sigma_{\varepsilon_A}^2 = \sigma_A^2 - \beta_A^2 \sigma_m^2 = 0,0002408 - 0,000007283 = 0,000233517$$

varianza totale dei rendimenti del titolo B:  $\sigma_B^2 = 0,0002372$

varianza dei rendimenti del mercato, aggiustata rispetto al fattore Beta del titolo B:

$$\beta_B^2 \sigma_m^2 = 0,00007275$$

varianza residua dei rendimenti di B:

$$\sigma_{\varepsilon_B}^2 = \sigma_B^2 - \beta_B^2 \sigma_m^2 = 0,0002372 - 0,00007275 = 0,0001644$$

$$\rho_{A,m}^2 = 3,02\% \quad \rho_{B,m}^2 = 30,68\%$$

Il precedente esercizio consente di affermare quanto segue.

Il titolo A può essere definito un titolo difensivo ( $\beta < 1$ ); la sua correlazione con l'indice di borsa è inoltre molto bassa. Il coefficiente di determinazione è di conseguenza anch'esso basso: soltanto il 3% circa della variabilità dei rendimenti del titolo A può essere spiegato dalla variabilità dei rendimenti del mercato nel suo complesso. La varianza totale del titolo (pari a 0,0002408) è per lo più dovuta alla varianza residua, cioè al rischio specifico o non sistematico ( $0,015281^2 = 0,00023348$ ), risultando contenuto il rischio di mercato (= 0,00000728).

Il titolo B, invece, è un titolo aggressivo ( $\beta > 1$ ); la sua correlazione con l'indice di borsa è più elevata, e in base al coefficiente di determinazione si può affermare che circa il 31% della variabilità dei rendimenti del titolo B è spiegato dalla variabilità dell'indice azionario. La varianza totale del titolo (pari a 0,0002371) è ancora dovuta in larga parte alla varianza residua (pari a 0,0001644) e soltanto in misura modesta al rischio sistematico (0,0000727).

Si noti, infine, che la qualità della stima di  $\beta$  si misura mediante il calcolo dell'«errore standard» (*std error*, o SE) definito come la stima della *deviazione standard* dello stimatore, quindi la stima della radice della varianza dello stimatore. L'errore standard è dunque una stima della variabilità dello stimatore, cioè una misura della sua «imprecisione»; può essere utilizzato per costruire un intervallo di confidenza. Un intervallo di confidenza approssimato per il parametro  $\beta$  è dato dagli estremi inferiore e superiore: (stima di  $\beta$ ) - 2 SE; (stima di  $\beta$ ) + 2 SE.

Questo intervallo, centrato sulla stima di  $\beta$  e di ampiezza pari a 4 volte lo SE, fornisce un intervallo di valori plausibili (stima intervallare) per il parametro  $\beta$ . Questo intervallo è a un livello di significatività (standard) di circa il 95%, il che vuol dire che vi è una «confidenza» del 95% che questo intervallo di valori contenga il vero valore del parametro  $\beta$ .

Nella fattispecie, l'errore standard di  $\beta_A$  è pari 0,016, quello di  $\beta_B$  è pari a 0,0134.