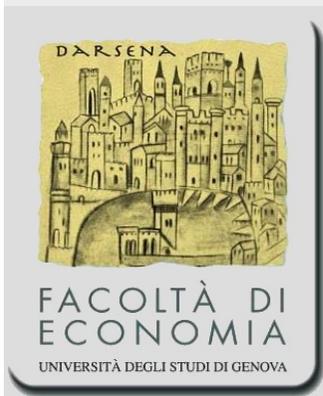


REDDITIVITA' SOSTENIBILE?????.....

Lucidi a cura del
Prof. Marco Di Antonio
Università di Genova



Convegno ADEIMF, Genova, 25 febbraio 2011

AGENDA

1. IL TREND: il cambiamento

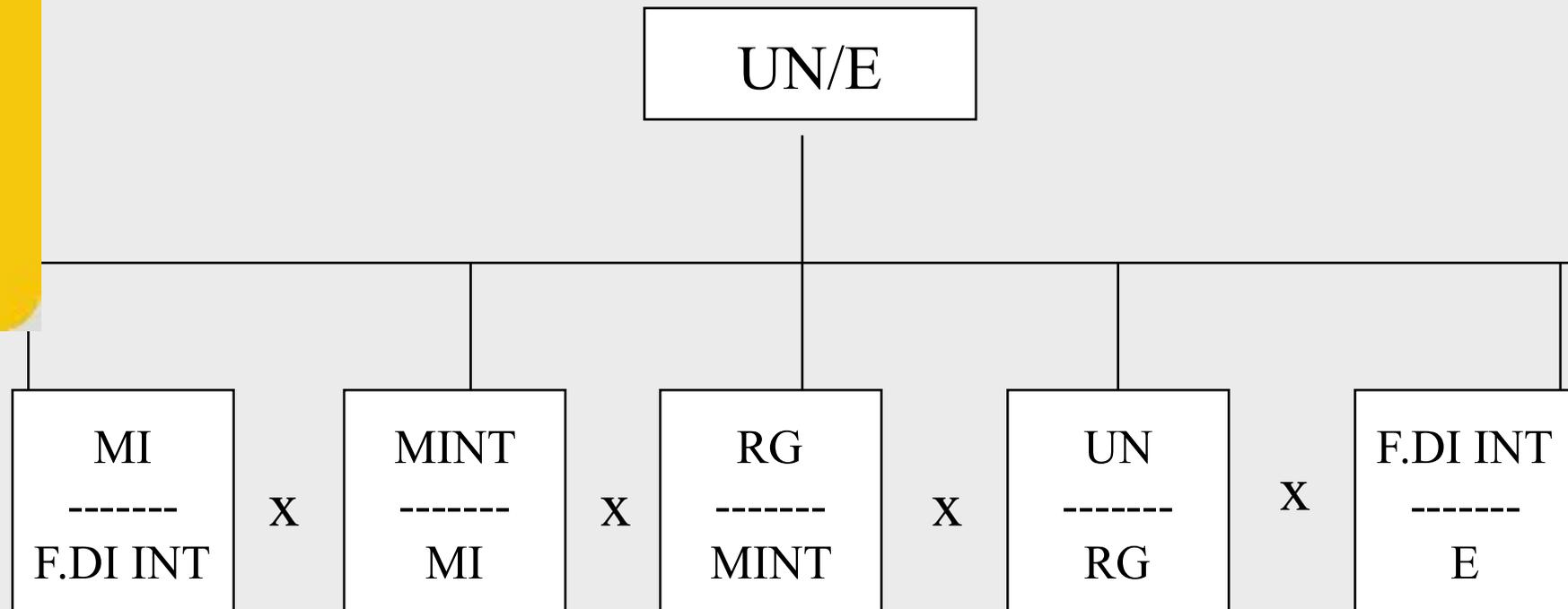
2. IL CONTESTO ATTUALE: le sfide gestionali

3. ALCUNE RIFLESSIONI: le sfide concettuali



FACOLTÀ DI
ECONOMIA
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI GENOVA

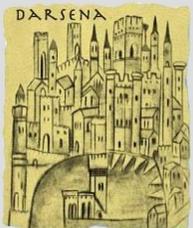
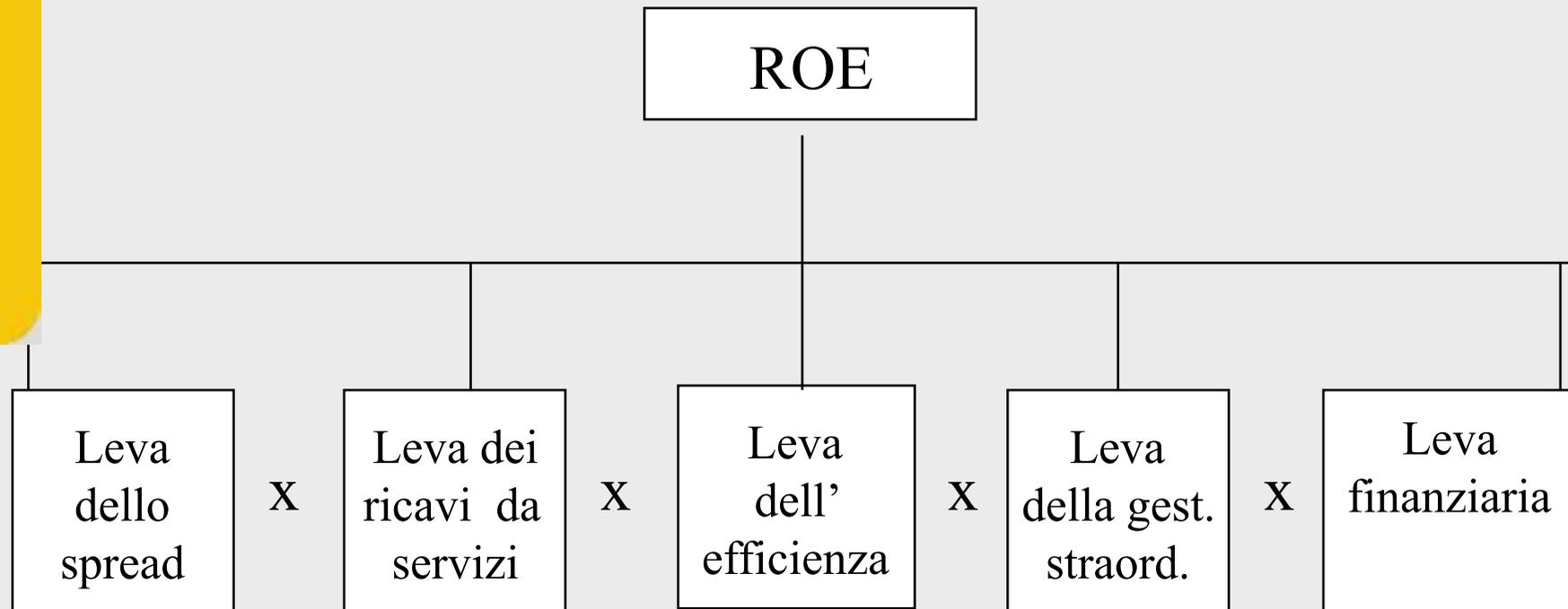
1. IL TREND: IL CAMBIAMENTO



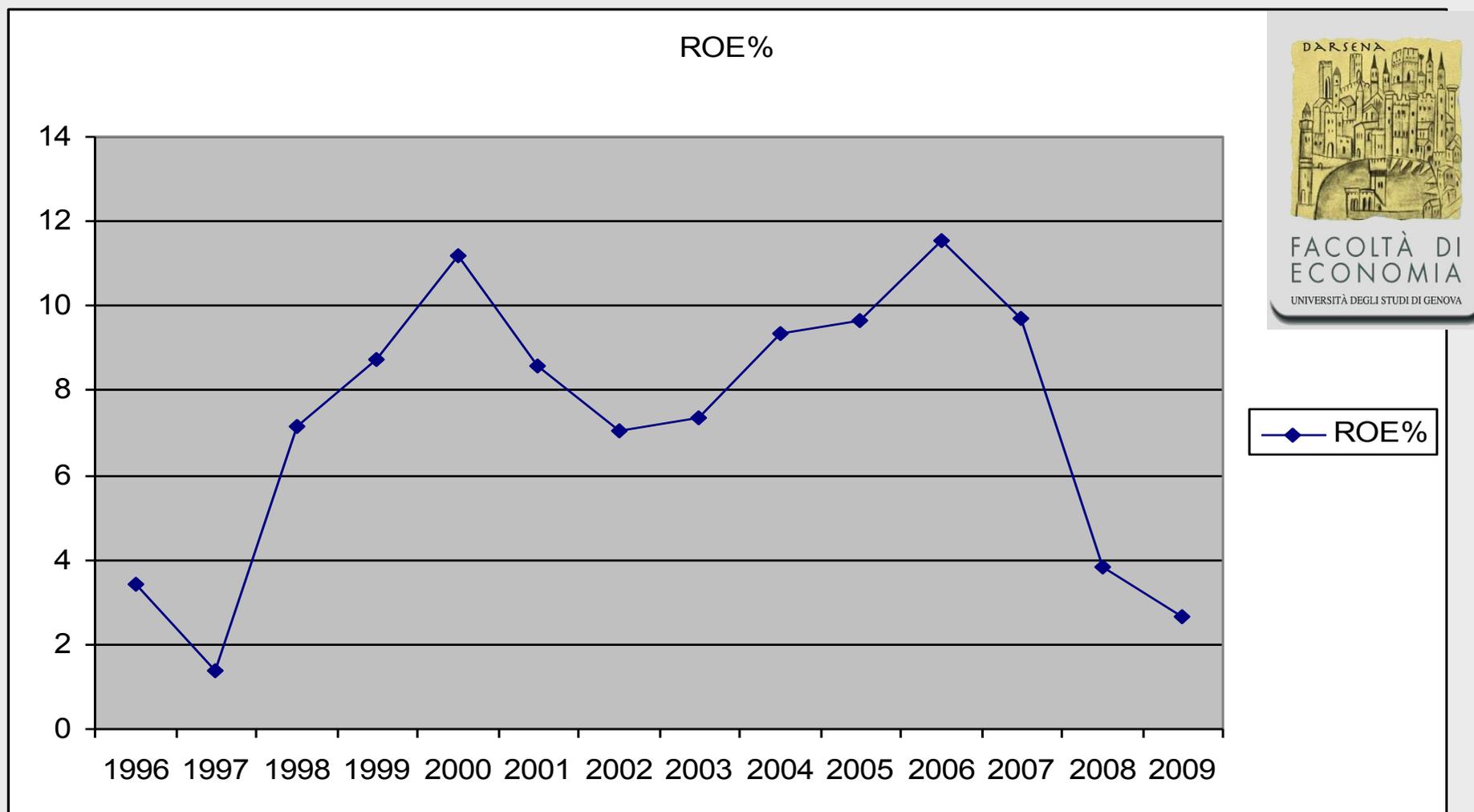
Legenda: UN = utile netto; E = mezzi propri; MI = margine di interesse;
F.DI INT = fondi intermediati; MINT = margine di intermediazione;
RG = risultato di gestione



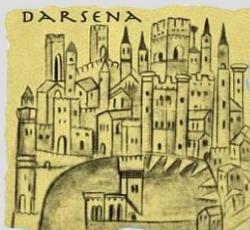
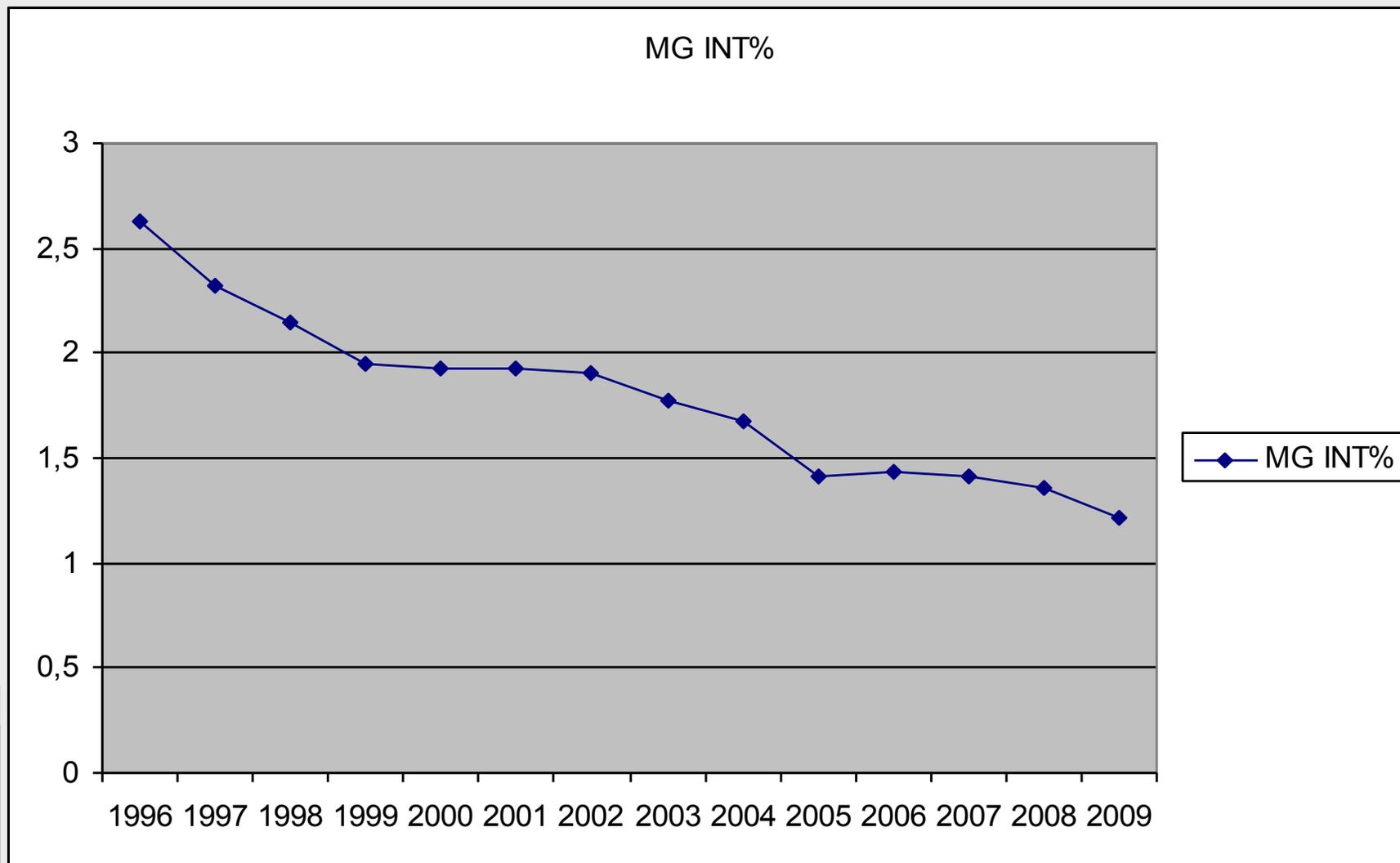
LE LEVE GESTIONALI / AREE DI FORMAZIONE DEL ROE



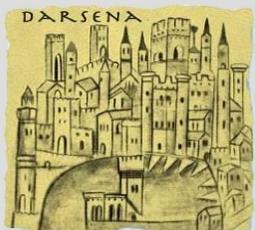
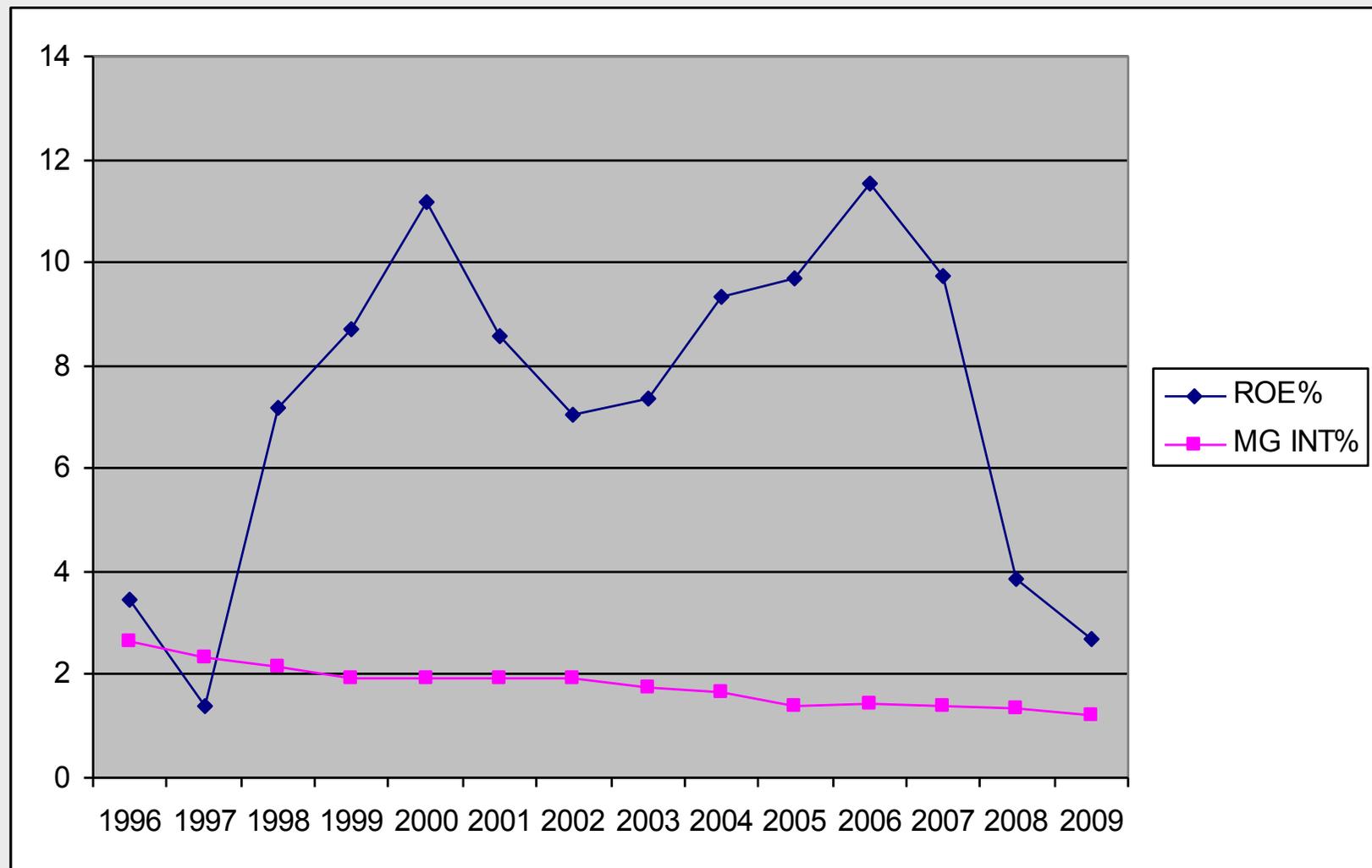
BREVE STORIA DELLA REDDITIVITA' DELLE BANCHE ITALIANE: IL ROE



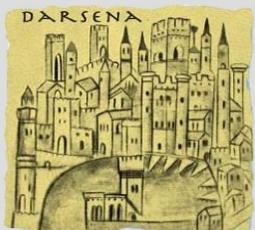
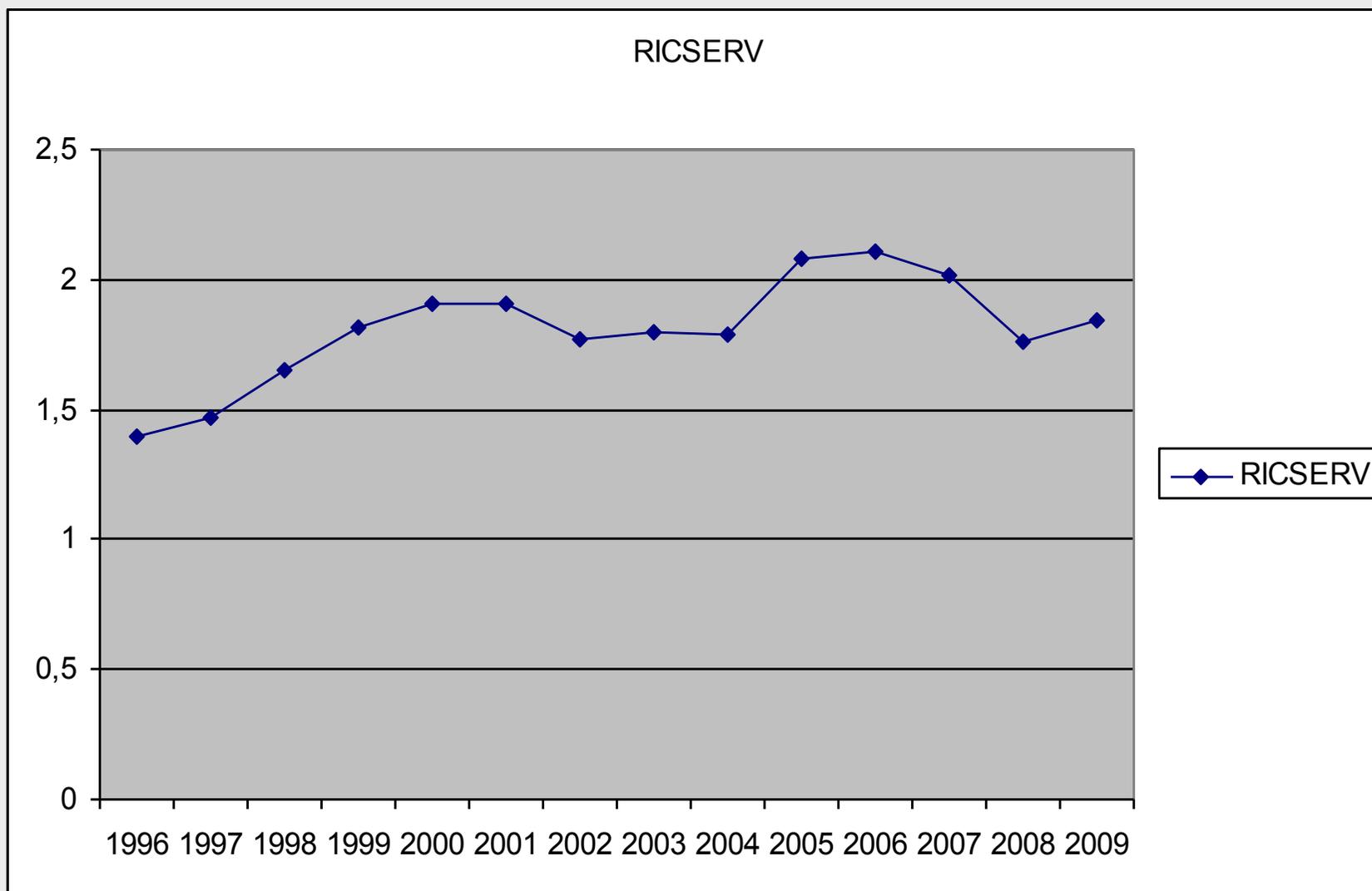
LO SPREAD



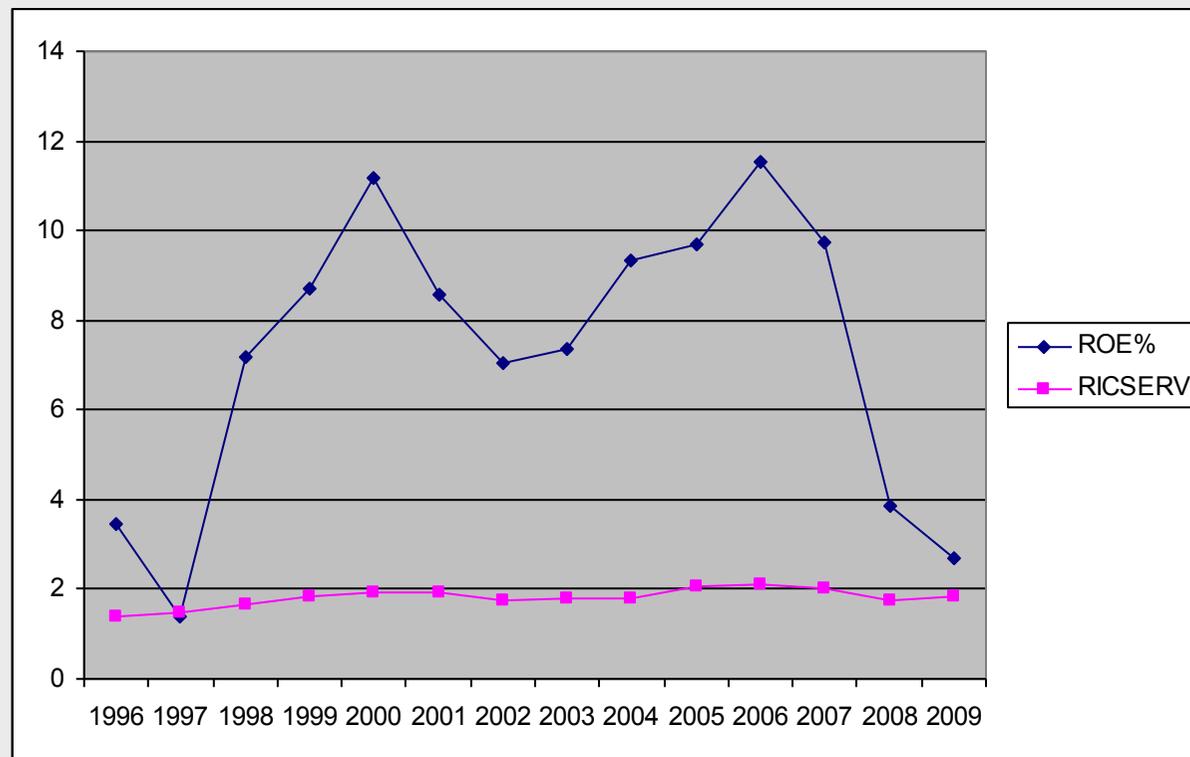
LO SPREAD NON SPIEGA IL ROE



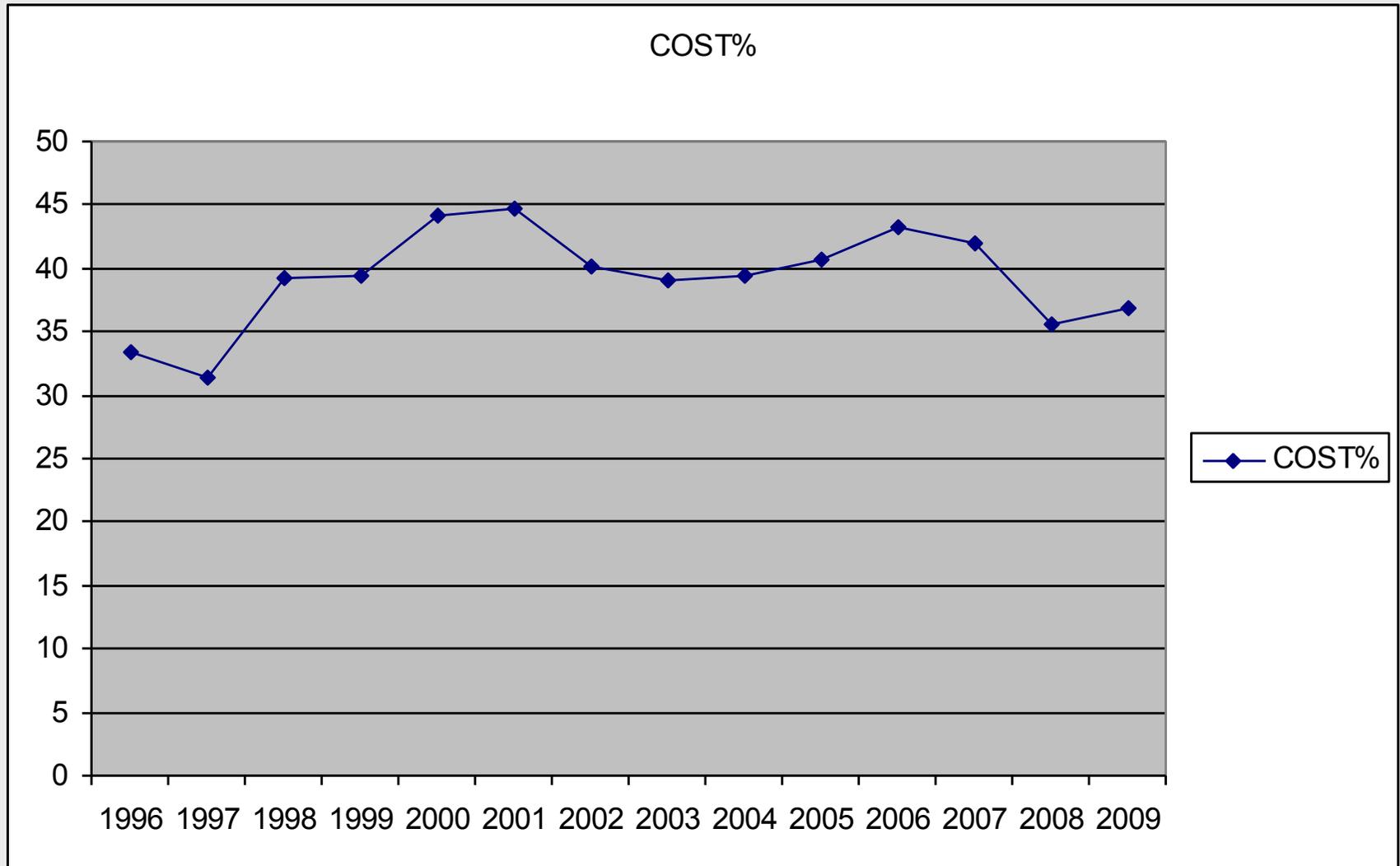
I SERVIZI



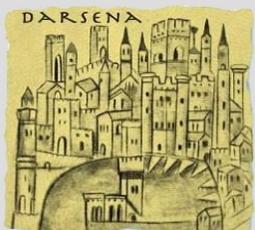
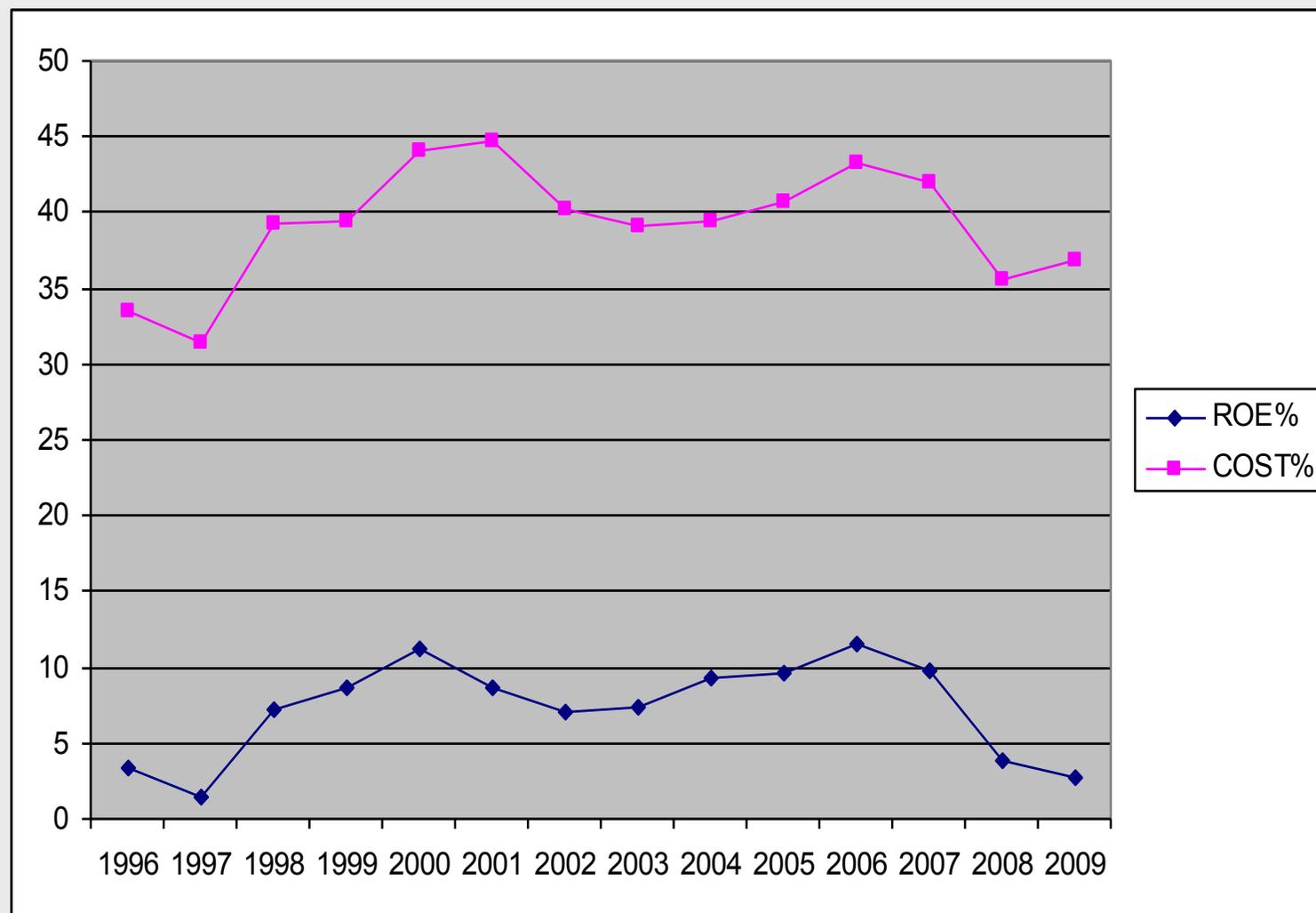
I SERVIZI NON SPIEGANO IL ROE



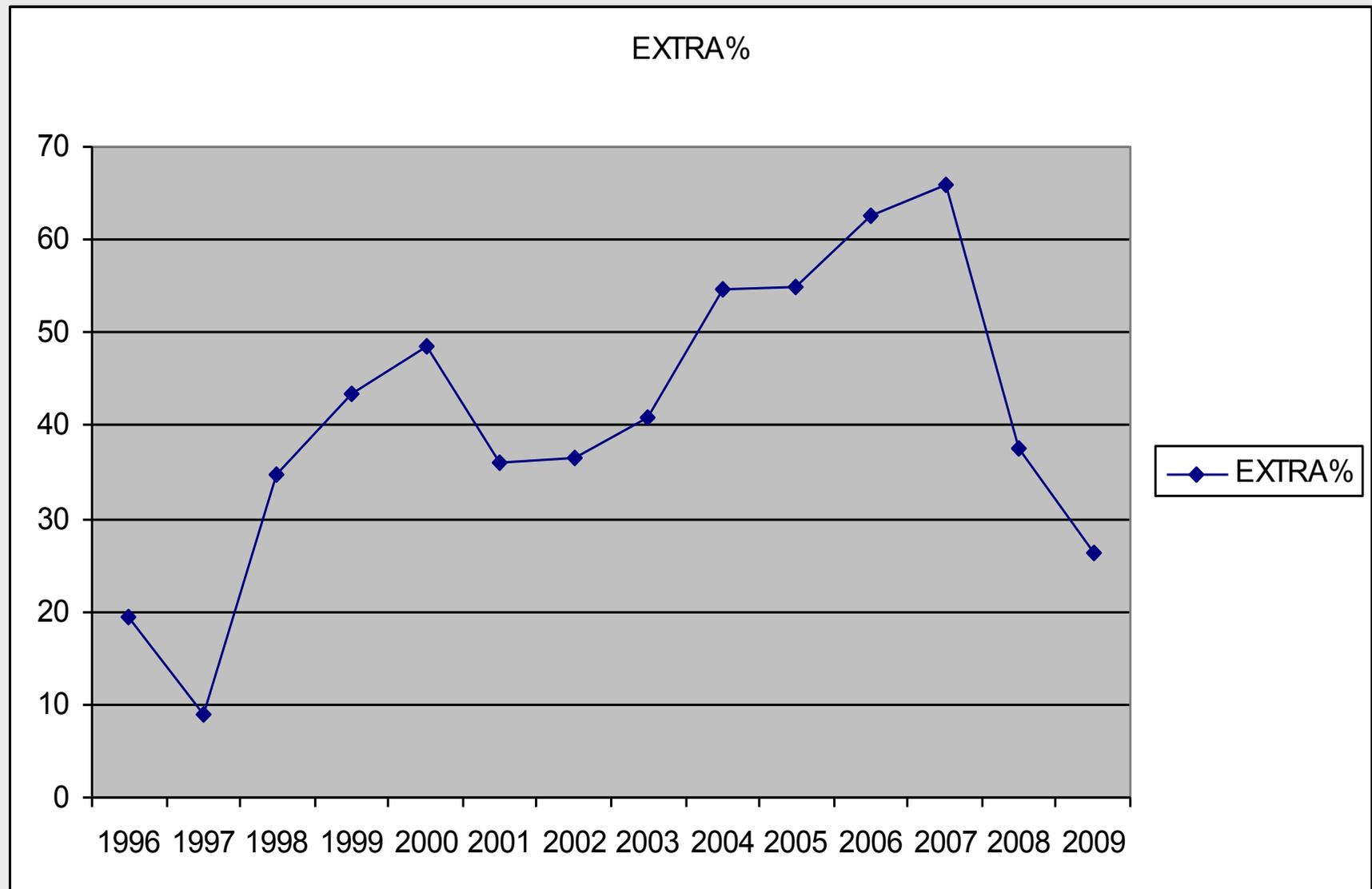
L'EFFICIENZA



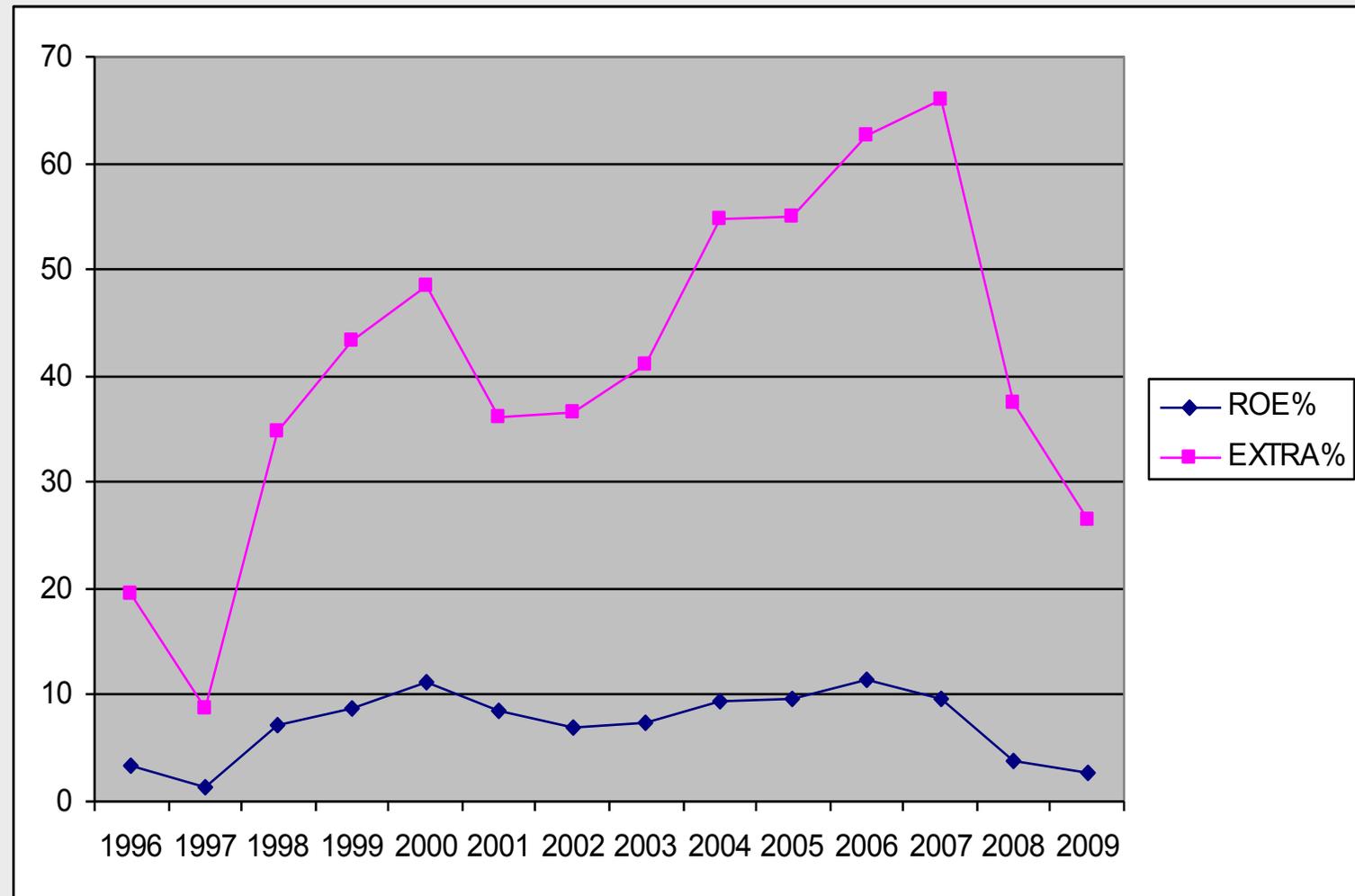
L'EFFICIENZA SPIEGA IL ROE



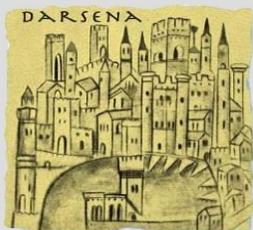
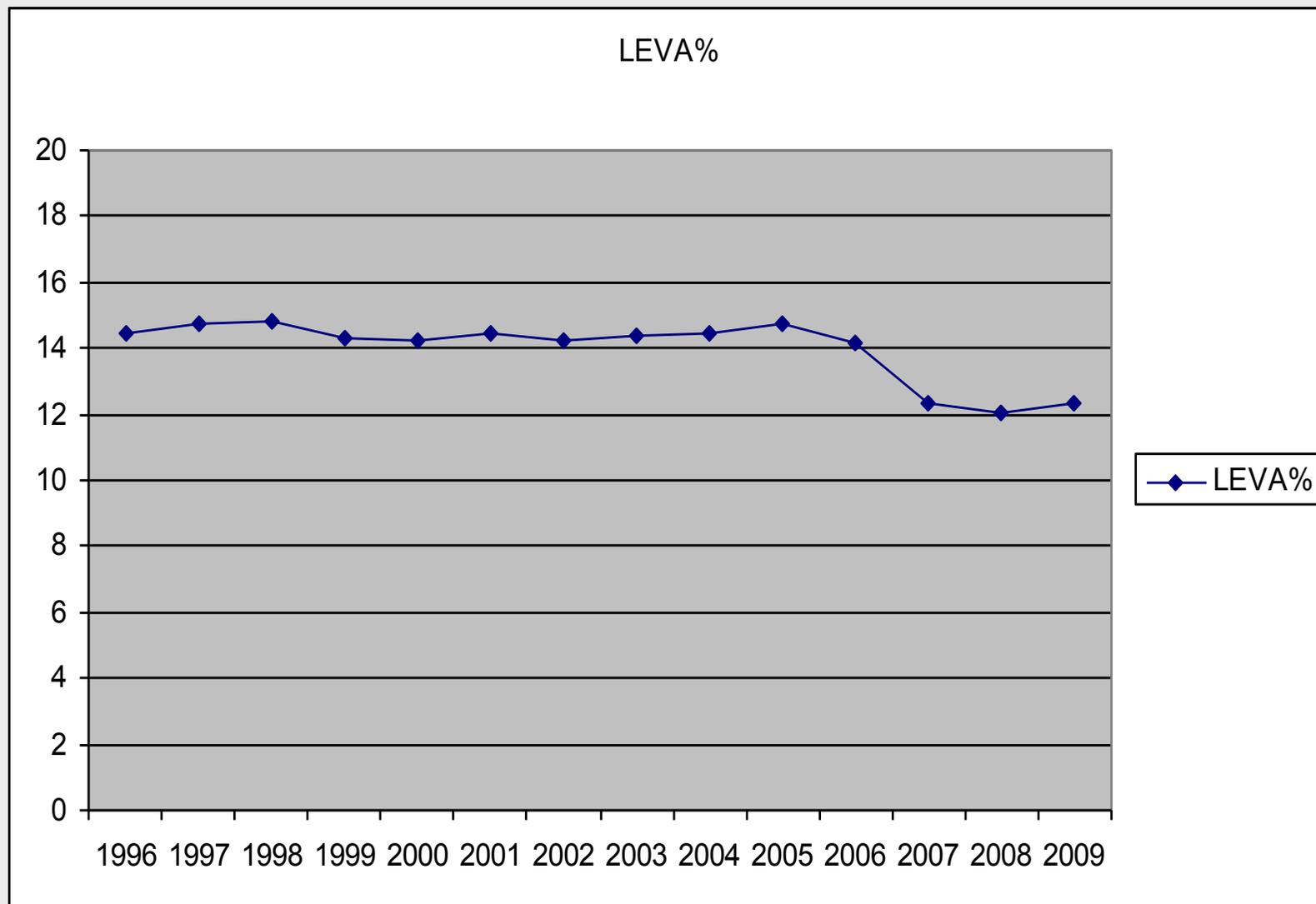
LA GESTIONE STRAORDINARIA



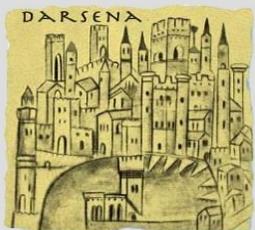
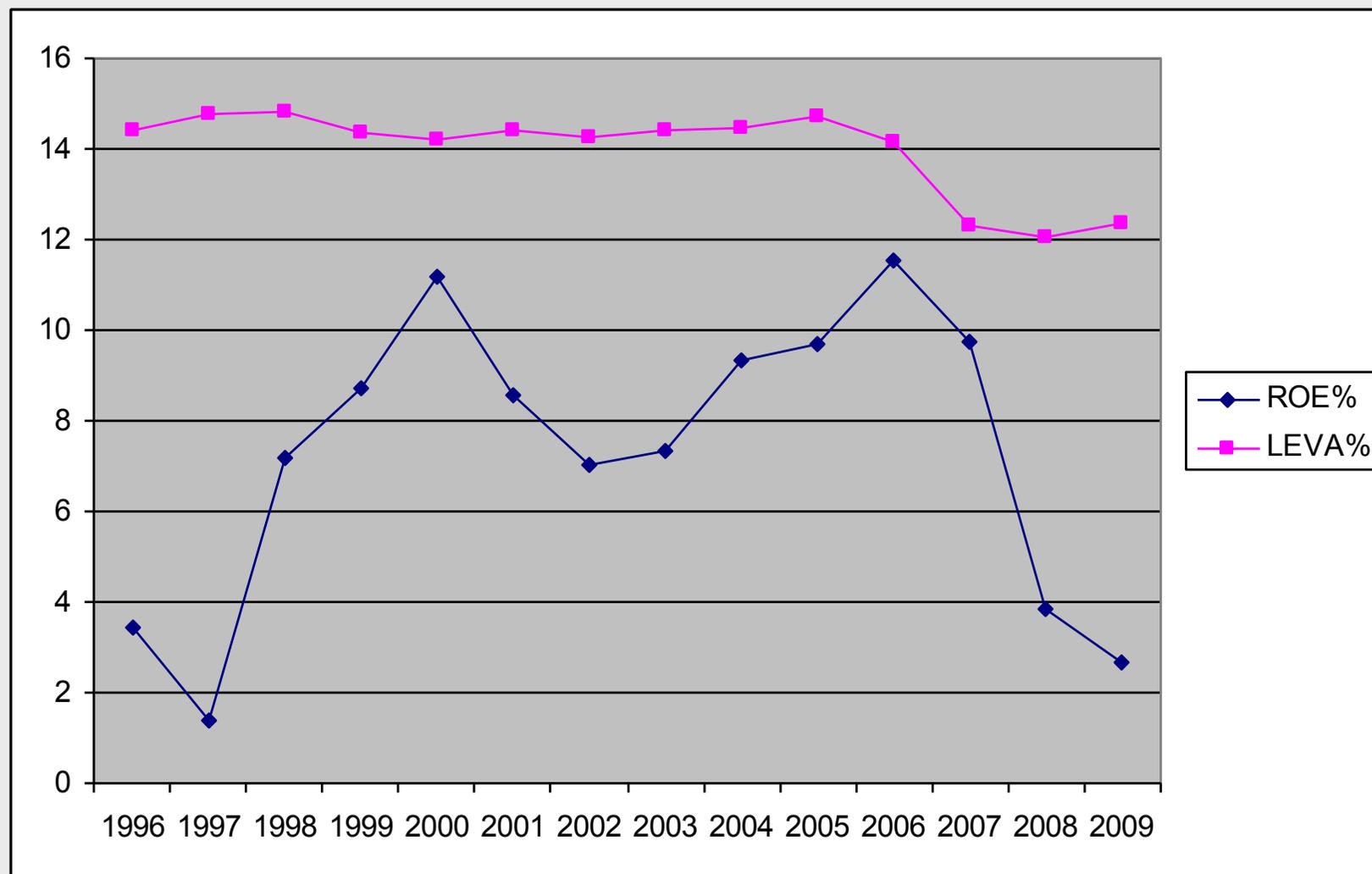
LA GEST STRAORD. SPIEGA IL ROE



LA LEVA



LA LEVA



Evoluzione dei ROE (Return on equity, utile netto)

2. IL CONTESTO: LE SFIDE GESTIONALI- II punto di vista di una società di consulenza



Fonte: Accenture, "Banking 2012. Prepararsi a una rivoluzione"

3. LE SFIDE CONCETTUALI: research questions tratte da due “casi” recenti

- Le internet bank negli anni precedenti lo scoppio della bolla delle dot-com hanno fatto registrare forti perdite di esercizio ed elevatissimo valore creato per gli azionisti:

→ *redditività contabile o valore di mercato ? (vedi grafico)*

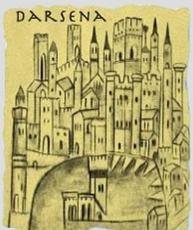
- Le banche USA (es. le investment bank) che prima della crisi hanno fatto registrare i ROE più elevati sono quelle che poi sono virtualmente fallite (e viceversa):

→ *redditività di breve o redditività di lungo ? (vedi rapporto BCE “Beyond ROE”)*

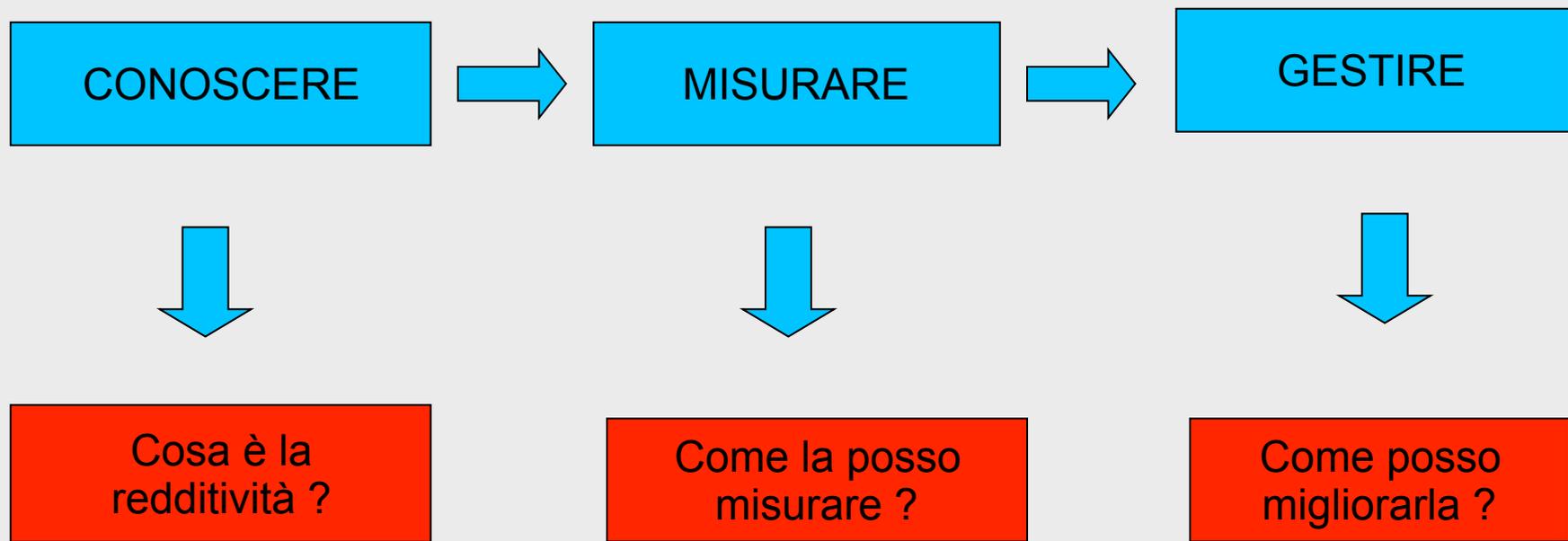


3. RESEARCH QUESTIONS

- **Cos' è la R ?**
- **Qual è il livello ottimale di R ?**
- **Come misurare la R ?**
- **Come gestire la R ?**

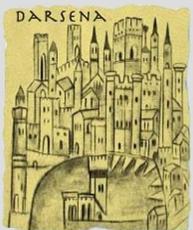


IL SEMPLICE PERCORSO INTELLETTUALE PROPOSTO



3.1. COSA E' LA REDDITIVITA' ?

- R di breve vs R di lungo
- R al lordo del rischio vs R al netto del rischio
- R contabile vs R di mercato
- R vs equilibrio economico



ANTINOMIA:

particolare tipo di paradosso che indica la compresenza di due affermazioni contraddittorie, ma che possono essere entrambe dimostrate o giustificate.

Non si applica cioè ad esse il principio di non contraddizione

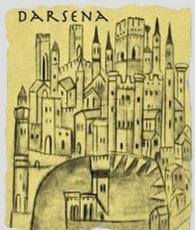
3.1.1. R di breve vs R di lungo

Secondo l'economia aziendale, la R è un'attitudine, una capacità
→ “la capacità della gestione di generare ricavi sufficienti a remunerare adeguatamente i fattori produttivi impiegati e di fare ciò con continuità nel tempo”

Come tale, essa perdura nel tempo

→ R coincide con R sostenibile; la R è “solo” R di lungo

Problema: è *solo ex post che si rivela la R ! Non possiamo mai dire con sufficiente certezza se una banca è redditizia*, cioè se sarà in grado di mantenere congrui livelli di profitto nel tempo e a fronte delle avversità economiche e dei cambiamenti di mercato.



Una prima conclusione

Siamo interessati a conoscere e valutare la redditività-
attitudine → redditività ~~sostenibile~~

Siamo costretti a osservare, continuamente e nel
breve periodo (“di breve in breve”) la redditività-
risultato → reddito di esercizio...*sostenibile* !



FACOLTÀ DI
ECONOMIA
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI GENOVA

Nota Bene: *“Il reddito rappresenta invece la misura quantitativa, espressa in termini monetari, della redditività che la gestione ha conseguito in un certo periodo e della remunerazione che può quindi essere assicurata ai portatori del capitale di rischio” P.M. Ferrando*

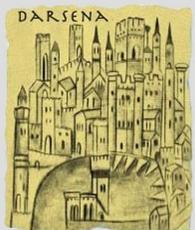
“E’ solo dall’osservazione del reddito di esercizio che è possibile esprimere giudizi sull’economicità della gestione ed effettuare assegnazioni periodiche di utili senza ledere l’integrità economica del capitale” M. Zuccardi

Il reddito di periodo (di breve)

Ricavi al netto dei costi per il mantenimento e l'adeguata remunerazione dei fattori produttivi... e al netto dell'esposizione al rischio assunta



- Tenere conto di k_e
- **MANTENIMENTO:** Investimenti in tecnologia e formazione del personale per la conservazione del capitale fisico e umano (evitandone il degrado)
- **REMUNERAZIONE:** *adeguata*, di mercato, non solo per il capitale, ma anche degli altri fattori (capitale fisico/ammortamenti, personale, fornitori...)

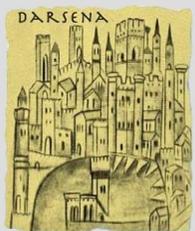


R sostenibile

Il R sostenibile o di lungo implica invece qualcosa di più del R di breve:

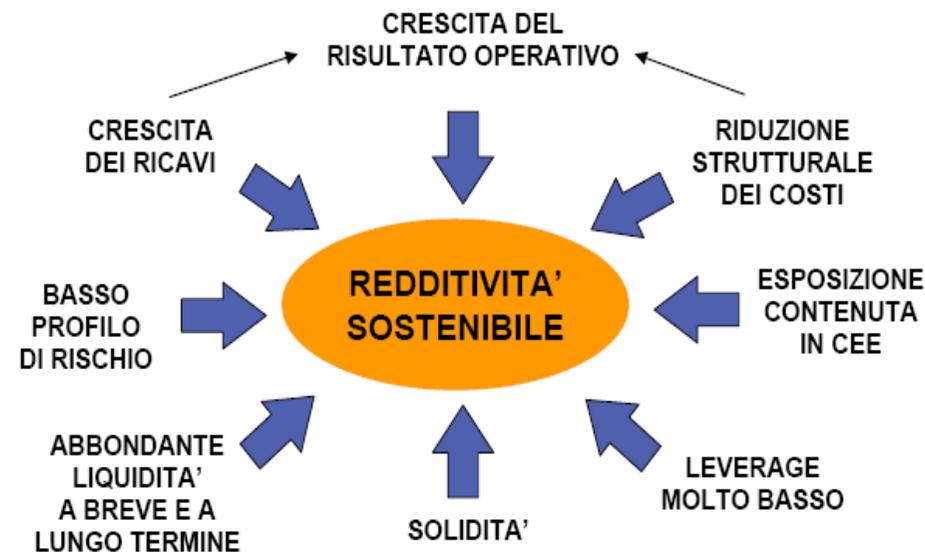
l'effettuazione di investimenti finalizzata allo sviluppo e non al semplice mantenimento/ricostituzione dei fattori produttivi oppure all'acquisto di "opzioni strategiche" (es. maggiori costi per formazione o per migliore qualità input; riduzione della redditività dovuta ad operazioni di M&A; perdite derivanti da entrata in nuovi mercati)

La misura della sostenibilità sta nella quantità e qualità degli investimenti, o delle "spese per il futuro"



R sostenibile: il caso ISP

Una banca ben posizionata con un chiaro focus



- La sostenibilità del nostro flusso reddituale si basa su un modello di business focalizzato sulle attività di banca commerciale
- Uno dei più bassi CDS tra i principali gruppi bancari europei
- Il rating del Gruppo è stato confermato ad ottobre 2009 da S&P (AA-) e da Moody's (Aa2), invariato quello di Fitch (AA-)⁽¹⁾

(1) Confermato ad aprile 2009

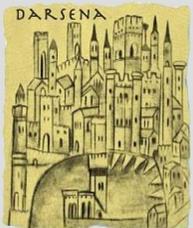
COME MISURARE LA “SOSTENIBILITA” DEL ROE ?

- MISURANDO LA *QUALITA'* DEL ROE (composizione e andamento)



Esempio (“Beyond ROE- How to measure bank performance”, BCE, settembre 2010):

- Quota dei ricavi non ricorrenti o degli utili straordinari (es. utili da trading, alcune commissioni)
- Quota dei redditi “core” (es. da intermediazione creditizia; margine di interesse...)
 - Cost/income
 - Componenti del ROE (ROA vs leverage)
 - Grado di volatilità degli utili
 - Grado di ciclicità degli utili



COME MISURARE LA “SOSTENIBILITA” DEL ROE ?

- UTILIZZANDO “a more comprehensive and more forward-looking assessment of performance”



Esempio (“Beyond ROE- How to measure bank performance”, BCE, settembre 2010):

“In particular, it may be useful to take account of the quality of assets, the funding capacity and the risk associated with the production of value. In that context, a good performance measurement framework should incorporate more forward-looking indicators and be less prone to manipulation from the markets”.



3.1.2. R al lordo vs R al netto del rischio

Ricavi al netto dei costi per il mantenimento e l'adeguata remunerazione dei fattori produttivi... **e al netto dell'esposizione al rischio assunto**

"The crisis has reintroduced risk into the equation of bank's performance measures" (BCE)

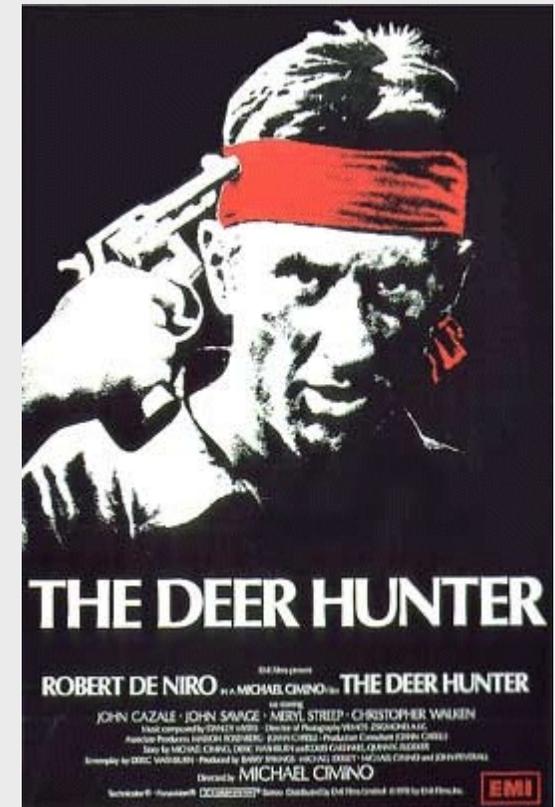


RISK ADJUSTED MEASURES !!!

- Considerare i rischi assunti, governabili, quelli che hanno generato il reddito di periodo, non tutti i rischi (es. quelli futuri ed esogeni)
- Rivedere la tassonomia dei rischi (es. esistono rischi di business o operativi endogeni/governabili ed altri esogeni/non governabili)
- Misure: se $CAR > E \rightarrow UN/CAR$ anziché ROE (quest'ultimo è un indice di remunerazione degli azionisti, non di redditività)
- Misure: il rischio non si misura, si prevede.
- Peculiarità della banca: rischio come generatore (facile) di redditività + assicurazione depositi + TBTF \rightarrow moral hazard e risk shifting (su depositanti) da parte degli azionisti
- Peculiarità della banca: forte asimmetria (temporale e di misurazione) tra R e manifestazione del rischio \rightarrow moral hazard da parte dei manager
- **Non si può mai conoscere la R di periodo ! Se non ex post, quando il rischio si è verificato (o no)**

Rischio come generatore di redditività: bravura o fortuna ? Storie possibili, best practices, eroi nascosti

- Le “**storie possibili**” → non solo i risultati che si sono manifestati, ma quelli che avrebbero potuto manifestarsi → visione probabilistica della R
- Necessità di vedere il “generatore” e non solo i risultati (la formula imprenditoriale adottata, i rischi connessi): quante pallottole ci sono nella pistola ?
- Attenzione alle classifiche e ai benchmark interni: stiamo premiando i più bravi o i più fortunati ? Stiamo indicando come esempio (“**best practices**”) chi sta aumentando il numero dei proiettili nella rivoltella per aumentare i guadagni alla roulette russa ?
- Gli “**eroi nascosti**” e la “selezione avversa” → quelli che evitano la manifestazione del rischio e in cambio ottengono profitti minori



Moral hazard e Risk shifting

FITD + FRAMMENTAZIONE CREDITORI → creditori non hanno interesse al contenimento del rischio

RESPONSABILITA' LIMITATA + ALTA LEVA FINANZIARIA → azionisti hanno interesse alla massimizzazione del rischio

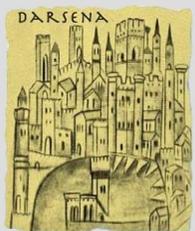


VAN della banca # VAN degli azionisti !

Moral hazard e risk shifting.

Ipotesi: investimento di 100 euro, finanziato con 10 euro di equity e 90 di depositi (hp: $i = 0\%$); avversione al rischio

	Scenario +	Probabilità	Scenario -	Probabilità	VAN medio
Investimento A	110	50%	90	50%	0
Investimento B	120	50%	80	50%	0



Cosa dovrebbe fare la banca e cosa farà ?

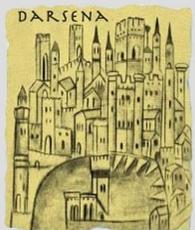
3.1.3. R Contabile vs R di mercato

Utile prodotto oppure incremento del valore di mercato della banca / delle azioni ? (*vedi il caso delle le banche Internet only*)

E' UN PROBLEMA DI TRADE – OFF !



- La R generata, di periodo, è più facilmente osservabile e misurabile; è realizzata; è il risultato della gestione di periodo, non delle gestioni previste future
- D' altra parte, la variazione del valore di mercato è più vicino al concetto di R sostenibile, di lungo periodo
- Si tende a scegliere la R contabile in quanto: è meno esposta ai rischi di previsioni errate, rappresenta risultati effettivamente conseguiti, è meglio “gestibile” (cioè collegabile ai meccanismi operativi)

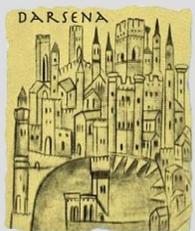


Il problema nasce quando voglio *gestire* la redditività intesa come incremento del valore della banca...

The free cash flow model is forward looking. It's based on expectations of the future, not on what a company has delivered in the past...However, value creating behavior requires more than the proper methodology for valuing capital investments. It also requires performance measurement and incentive compensation systems that make managers responsible for seeking out and implementing positive NPV projects, as well as for realizing the economic benefits promised by those projects.

The problem is that performance measures, and the rewards given to managers on the basis of these measures, are based on the past, not the future. Managers are evaluated on and paid for the results they have already delivered, not for the results they may deliver in the future. Very simply, while capital markets value companies and investments on the basis of expectations of the future, performance measures and incentive compensation, by their very nature, must be based on the past”

(Young-O'Byrne, p. 28)



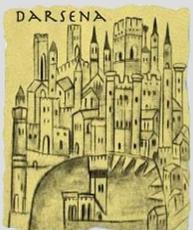
FACOLTÀ DI
ECONOMIA
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI GENOVA

3.1.4. R vs Equilibrio economico

La R è solo una componente del generale equilibrio di azienda, accanto all'equilibrio patrimoniale e a quello di liquidità

Essa non costituisce l'unico parametro di performance economica

Meglio un po' meno redditività e un po' più liquidità e solvibilità futura (cioè minore esposizione a rischi futuri)



3.2. QUAL E' IL LIVELLO OTTIMALE DI REDDITIVITA' DI BREVE ?

“What is an acceptable level of return on equity (ROE) for a bank ?” (BCE)

Boh...dipende da:



- collegamenti con equilibrio di liquidità e solvibilità
- relazione tra R di periodo e R sostenibile
- esigenze di crescita (autofinanziamento)
- finalità dell'azienda (sopravvivenza o massimizzazione profitto ?)
- finalità degli azionisti (chi sono ? cosa vogliono ?)
- visione shareholder vs visione stakeholder/CSR
- richieste dei mercati
- regulation (a difesa di interessi pubblici)



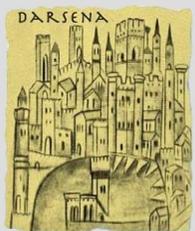
→ se obiettivi di R sono diversi → attenzione alle classifiche e alle indagini empiriche !

→ se obiettivo è $\max R$ → quanta R ?

3.3. COME MISURARE LA REDDITIVITA'?

GRANDISSIMI PROBLEMI !

- Asimmetria → misurazione della R più certa (forse) di quella del rischio
- Difficoltà di misurare il reddito → criteri contabili, criteri di prudenza, distinzione tra costi correnti e costi per il futuro, stime (accantonamenti, costo del capitale...)
- Difficoltà (praticamente impossibilità) di misurare ex ante il rischio
- Nel caso di ricorso a valutazione di mercato: a) banche non quotate; “irrazionalità” ed errate valutazioni da parte dei mercati: difficoltà e soggettività nella stima dei cash flow futuri
- Difficoltà a misurare gli intangible assets
- Difficoltà a misurare la “sostenibilità” del R



3.3. COME MISURARE LA REDDITIVITA'?

GRANDISSIMI PROBLEMI !

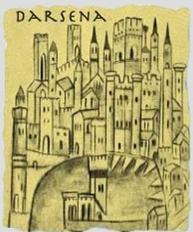
Inoltre, se la misurazione è analitica, i problemi aumentano:

- **imputazione dei costi comuni**
- **interrelazioni tra combinazioni produttive e unità organizzative** → Il paradosso della misurazione delle sinergie → *Se esistono sinergie di impresa, gli indicatori di performance divisionale sono misleading indicators che forniscono al management errati stimoli all'azione: se non esistono sinergie di impresa, meglio che le divisioni operino su base indipendente* → *Più il portafoglio di business crea valore, meno sono affidabili gli indicatori divisionali di creazione del valore*



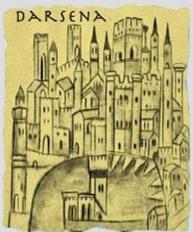
Le conseguenze dei limiti di misurazione

- Attenzione all'analisi di bilancio !
- Attenzione alle classifiche: interne (tra unità organizzative, prodotti, clienti) ed esterne (tra banche) !
- Attenzione al disegno dei meccanismi operativi (P&C, incentivazione, deleghe...) !
- Attenzione ai comportamenti opportunistici del management !
- ***Come si fa a gestire la redditività senza saperla misurare ?***

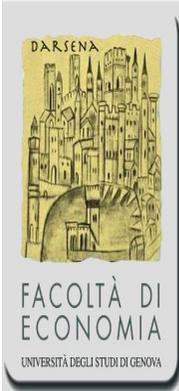
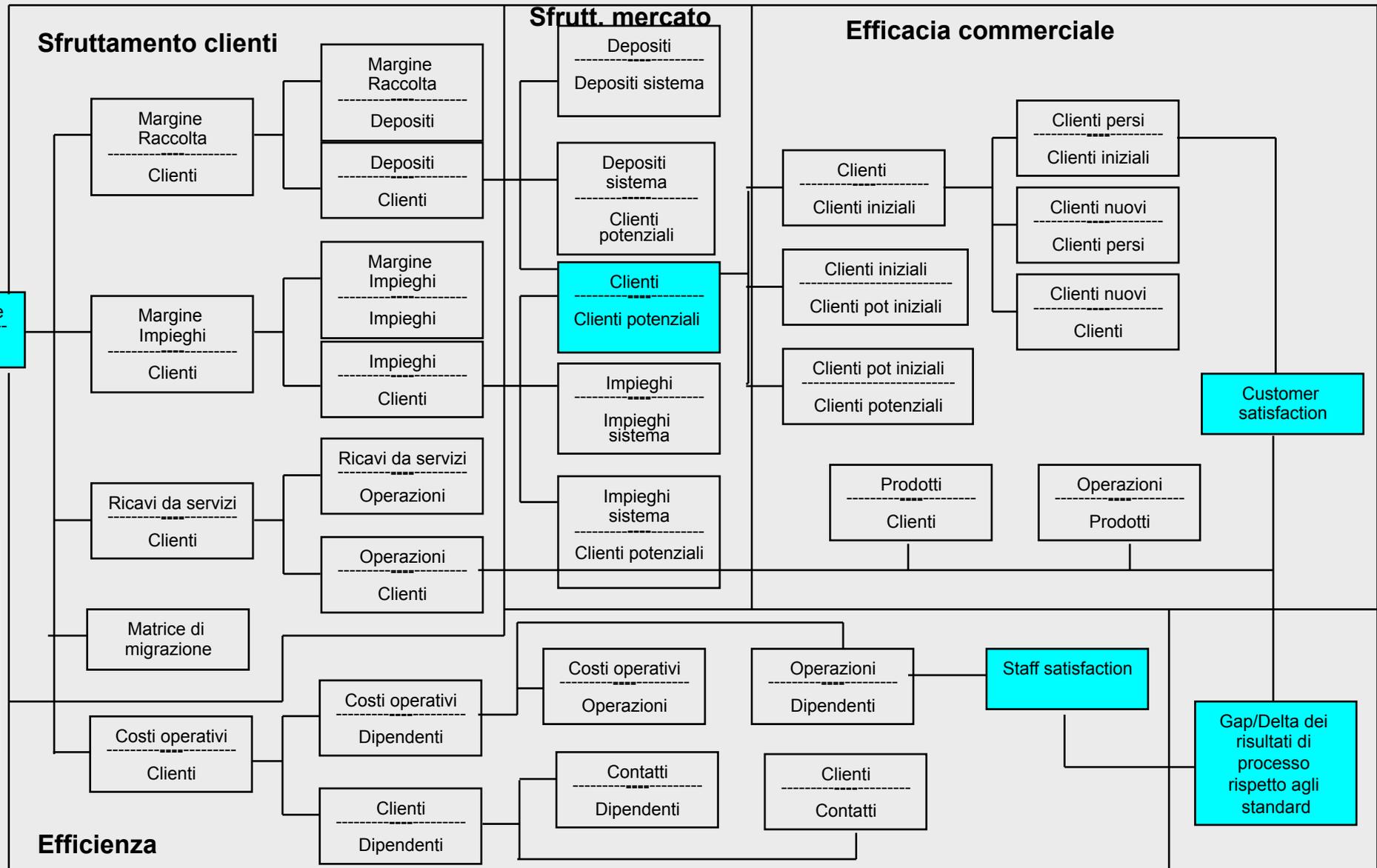


3.4. COME GESTIRE LA REDDITIVITA'?

- La scomposizione della R: componenti e aree di formazione
- L'analisi della R: la sua "qualità" (e sostenibilità)
- Le cause della R: le sue determinanti



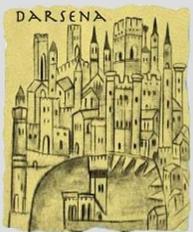
Scomposizione della R: un esempio (Munari)



Analisi della R. Un esempio (“Beyond ROE...”, BCE, 2010): “a more comprehensive and more forward-looking assessment of performance”

“The aim of performance measurement through business model analysis is to develop a set of indicators which highlights how a business area generates revenues across time, given its different “business dimensions”, such as “margins”, “stock”, “turnover”, “leverage” and “cost efficiency”

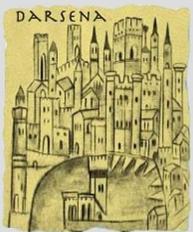
Vedi pag. 32 del rapporto



Determinanti della R

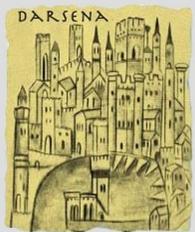
Una ricca letteratura sulle determinanti della redditività:

- Dimensioni
- Assetti azionari
- Governance
- Area di business servito (retail, corporate, private...)
- Grado di diversificazione (business mix)
- Product mix
- Grado di internazionalizzazione
- Modello di business
- Margine di interesse
- Efficienza tecnico-produttiva
- Posizionamento di mercato



CONCLUSIONI

- ➔ La R è una caratteristica della banca difficilmente osservabile/ conoscibile e ancor più difficilmente misurabile
- ➔ E' un fenomeno aziendale non gestibile su basi scientifiche (relazioni causa-effetto, previsioni, “leggi di R”, “determinanti di R”)
- ➔ Sono conclusioni comuni a molti fenomeni economici ed aziendali, per certi versi ovvie, ma non sempre decisioni e comportamenti sono conseguenti: attenzione all’arroganza epistemica e alle bolle intellettuali (vedi la crisi)
- ➔ Bisogna essere molto cauti nel (dall’esterno): “valutare le banche” e “fare classifiche” e nel (dall’interno): collegare ai risultati di R i meccanismi operativi → responsabilizzazione, valutazione del personale e del management, incentivazione, valutazione delle combinazioni di mercato...
- ➔ **Tutto ciò non vuol dire che la R non si possa gestire: esistono principi di gestione, leggi di tendenza, cause ed effetti, misure approssimative, percorsi di analisi, strumenti di gestione...**
- ➔ **...insomma, ARTE E GENIO OLTRE E PIU' CHE SCIENZA**



CONCLUSIONI

economia

GRAZIE



FACOLTÀ DI
ECONOMIA
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI GENOVA