



VALORACIÓN DE BANCOS

Un análisis crítico

Autor: Joaquín Ariza Rodríguez-Acosta
Director: Prof. D. Francisco L. Sastre Peláez

Madrid

Abril 2014

Joaquín
Ariza
Rodríguez-Acosta

VALORACIÓN DE BANCOS
Un análisis crítico



VALORACIÓN DE BANCOS. Un análisis crítico

RESUMEN: ¿Cómo crean valor los bancos y cuál es el mejor enfoque para medir dicho valor? El presente trabajo pretende dar respuesta a este interrogante. Presentamos la industria de los servicios financieros, en general, y la economía de la banca, en particular, para analizar los distintos métodos de valoración de estas instituciones financieras en función de cómo su uso captura las específicas características del negocio bancario. Nuestra conclusión establece una necesidad de mayor estudio sobre la materia: la búsqueda del método de valoración de bancos más preciso.

PALABRAS CLAVE: valoración, bancos, métodos de valoración, instituciones financieras, modelo de negocio bancario, préstamos, depósitos, capital, descuento de flujos de caja, valoración de activos, múltiplos

BANK VALUATION. A critical analysis

ABSTRACT: How do banks create value? What is the best method to measure that value? The article aims to answer both questions. Providing an overview of the financial services industry and the economics of banking, we discuss the most common bank valuation methods. The main criteria for discussing the different valuation approaches is the ability to capture the specific drivers of the banking business model. The reached conclusion claims the basis for further work over the search for the most accurate bank valuation method.

KEYWORDS: valuation, banking, valuation methods, financial institutions, bank business model, loans, deposits, equity, DCF, asset-based valuation, relative valuation

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN	5
1.1. Objetivo y metodología	5
1.2. Contexto	6
1.3. Valor generado por el trabajo	6
1.4. Estructura	7
2. MARCO TEÓRICO	9
2.1. La industria de los servicios financieros	9
2.1.1. <i>Noción</i>	9
2.1.2. <i>Composición</i>	9
2.1.3. <i>Los servicios financieros en España</i>	11
2.1.4. <i>Labor de las entidades de crédito</i>	12
2.1.5. <i>Marco regulatorio</i>	13
2.2. Economía de la banca	15
2.2.1. <i>Aproximación a la contabilidad bancaria</i>	15
2.2.2. <i>Modelos de negocio bancario</i>	17
2.2.3. <i>“Drivers” operativos</i>	19
2.2.4. <i>¿Modelo de negocio vulnerable?</i>	20
3. BANCA. VALOR Y MÉTODOS DE VALORACIÓN	22
3.1. Introducción	22
3.2. Peculiaridades de la valoración de bancos	23
3.2.1. <i>La regulación bancaria</i>	23
3.2.2. <i>Diferencias en normas contables</i>	24
3.2.3. <i>Fuentes de financiación: deuda y capital</i>	25
3.2.4. <i>Estimación de los flujos de caja</i>	27
3.3. ¿Cómo valorar? Métodos de valoración	28
3.3.1. <i>Descuento de flujos de caja (“Discounted Cash Flow Valuation”, DCF)</i>	28
3.3.2. <i>Valoración basada en activos (“Asset-Based Valuation”)</i>	36
3.3.3. <i>Valoración relativa o de mercado (“Relative Valuation”). Múltiplos</i>	36
3.4. Resumen	39
3.5. ¿Qué modelo captura las características específicas del negocio bancario?	40
4. CONCLUSIONES	42
5. BIBLIOGRAFÍA	44

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1. Composición de la industria financiera	10
FIGURA 2. IBEX 35	11
FIGURA 3. Cuenta de pérdidas y ganancias y balance simplificados	15
FIGURA 4. Ingresos de los bancos europeos	19
FIGURA 5. Datos relevantes de cuatro bancos españoles	35
FIGURA 6. Ventajas y desventajas de los distintos métodos de valoración	39
FIGURA 7. Árbol de creación de valor en un banco	41

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivo y metodología

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo fundamental ofrecer el necesario entendimiento del concepto de valor financiero en la industria bancaria. En concreto, conocer cómo las instituciones bancarias crean valor y cuál es el mejor enfoque para medir dicho valor.

El análisis de la valoración de las instituciones bancarias se llevará a cabo a través del estudio y discusión práctica sobre la aplicación apropiada de los distintos métodos de valoración, sus ventajas y desventajas, teniendo en cuenta las peculiaridades de los operadores del sistema financiero. Para alcanzar este objetivo, se procederá con una revisión de la literatura relevante – manuales, libros, artículos de investigación, informes de analistas financieros, estados financieros y cuentas anuales de entidades bancarias –.

Recopilada y analizada la información, se expondrán y evaluarán los distintos métodos de valoración de entidades financieras y se tratará de investigar si existe un método óptimo de valoración y, en caso de que así sea, definirlo. El principal criterio de selección será cómo su uso captura las especiales características del modelo de negocio bancario. Por último, se realizarán las conclusiones pertinentes.

Para ello, nos centraremos en:

- Presentar la industria de los servicios financieros, en general, y el sistema bancario, en particular, así como detectar las fuentes de creación de valor y los “drivers” de crecimiento de la industria bancaria.
- Destacar qué elementos convierten a las instituciones financieras en corporaciones distintas del resto de empresas no financieras y sus implicaciones en la valoración.
- Alcanzar un conocimiento suficiente de cómo crean valor los bancos y evaluar los métodos de valoración más frecuentemente aplicados a las instituciones bancarias.
- Subrayar los principales retos a los que nos enfrentamos en la valoración de los bancos.
- Investigar cuál es el modelo de valoración más preciso porque su uso sea el que mejor capture las características específicas del negocio bancario.

1.2. Contexto

La crisis financiera mundial de 2008 ha demostrado a la sociedad la enorme importancia de la industria financiera y, en concreto, el protagonismo de las instituciones bancarias en la economía. Cuando los precios de las acciones de entidades fuertemente consolidadas en Estados Unidos como Bank of America, Lehman Brothers o Bear Stearns se hundieron, la fragilidad del sistema financiero se hizo evidente. Como resultado, la confianza de accionistas y clientes en un funcionamiento bancario rentable y seguro ha desaparecido. Al mismo tiempo, los fallos estructurales de la banca nos han hecho más conscientes de la elevada dependencia de toda la economía – consumo, gasto, inversión, empleo – sobre la salud de las entidades financieras. Sin el crédito bancario, el asesoramiento de bancos y firmas de inversión, o la cobertura de riesgos por parte de las aseguradoras, la economía real se hunde.

A pesar de todo, si los bancos consideran el crecimiento sostenible de su valor económico como parte crucial de su estrategia de negocio – que mostraremos con los distintos enfoques de valoración que se van a analizar -, la confianza en una mayor fortaleza del sistema bancario se recuperará. Por este motivo, es deber fundamental de los bancos controlar las decisiones de su equipo gestor así como los cambios en el marco regulatorio a través de su impacto en el valor económico.

1.3. Valor generado por el trabajo

La banca es un negocio relativamente complejo de analizar, especialmente de puertas hacia fuera. Las cuentas anuales de los bancos ofrecen una visión general del rendimiento de un banco, pero la claridad de esta visión depende en gran medida de decisiones contables tomadas por los directivos. Un análisis externo exige examinar la oportunidad de esas decisiones. Además, los bancos son entidades altamente apalancadas, lo que resulta en valoraciones mucho más dependientes de las cambiantes circunstancias económicas, en comparación con otros sectores. Por último, los bancos son entidades que ofrecen distintos servicios y, por ello, operan distintos modelos de negocio.

Si queremos que nuestra valoración refleje la complejidad del negocio bancario y muestre el verdadero origen de la creación de valor en entidades bancarias, entonces el proceso de valoración se vuelve más complicado, con numerosos retos analíticos que superar.

Podemos afirmar que los problemas relacionados con la valoración de entidades financieras derivan de tres de sus características principales. La primera es que los flujos de caja de una entidad financiera no pueden ser fácilmente estimados, pues elementos como la inversión en capital (CAPEX), las necesidades operativas de financiación (NOF) y la deuda no están claramente definidos. La segunda es que la gran mayoría de entidades financieras operan bajo un estricto marco regulatorio que establece cómo se capitalizan, dónde invierten y a qué velocidad crecen. Por ello, determinadas alteraciones en el entorno regulatorio pueden ocasionar grandes fluctuaciones en el valor. Por último, las reglas contables que gobiernan la información financiera bancaria han sido históricamente diferentes que las reglas contables de empresas que operan en sectores no financieros.

Por ello, la valoración de los bancos no solo requiere un profundo conocimiento de las distintas técnicas de valoración financiera, sino también un hábil entendimiento de la industria bancaria y de las específicas características de la valoración de entidades bancarias.

El análisis financiero y contable de las instituciones bancarias no se enseña a nivel de grado en la universidad. Me resulta, por tanto, interesante adentrarme en este análisis desde la perspectiva de la valoración de empresas y así hacer un recorrido por sus peculiaridades financieras y contables.

Además, el tema objeto de estudio es de presente actualidad ya que las últimas medidas regulatorias bancarias, conocidas como “Basilea III”, promulgadas como respuesta a los fallos del sistema bancario aparecidos durante la crisis financiera, han entrado en vigor en enero de 2014.

1.4. Estructura

El presente trabajo de investigación se estructura en cuatro partes principales.

En la primera se exponen los objetivos y la metodología de la investigación; se presenta la necesidad de estudio y los retos de la valoración de las instituciones bancarias. Asimismo, se presenta el contexto que rodea a las instituciones financieras y su incidencia en la reciente crisis económica.

En la segunda parte se presenta el marco teórico: la industria de los servicios financieros, su definición y composición así como las características principales de las instituciones que la integran.

En el tercer apartado podemos distinguir dos bloques. Por un lado, se repasa el modelo de negocio de los bancos. Para ello, se realizará una aproximación a la contabilidad bancaria así como una descripción de las fuentes de creación de valor, los “drivers” de crecimiento y las peculiaridades operativas de las entidades bancarias. Por otro lado, en el segundo bloque, se desarrolla el propósito general del trabajo: la valoración de las instituciones bancarias, sus dificultades preliminares, los métodos o técnicas de valoración y sus problemas fundamentales. Finalmente, se determina el modelo de valoración más preciso porque su es el que mejor captura las características específicas del negocio bancario.

En el cuarto y último apartado, se extraen las principales conclusiones.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. La industria de los servicios financieros

2.1.1. *Noción*

El sistema financiero parte de la existencia de unas unidades excedentarias de liquidez y de unas unidades deficitarias en la economía.

Las unidades excedentarias pueden optar por gastar o consumir esa liquidez – unidades de consumo – o pueden sacrificar la satisfacción de una necesidad próxima mediante el ahorro de esa liquidez – unidades de ahorro –.

Las unidades excedentarias pueden, por su parte, desear rentabilizar ese ahorro y canalizarlo hacia la inversión financiera – unidades de inversión – a través del sistema financiero.

Este ahorro será generado por unidades excedentarias (prestamistas) hacia las unidades deficitarias (prestatarios) mediante la intervención de una serie de intermediarios financieros. Por tanto, en este sistema tienen un papel muy importante los intermediarios financieros, cuya función principal es fomentar el trasvase del ahorro hacia la inversión teniendo en cuenta las distintas motivaciones y necesidades financieras de ahorradores e inversores.

Podemos definir entonces el sistema financiero como el conjunto de instituciones, instrumentos y mercados donde se va a canalizar el ahorro hacia la inversión. Su función principal es, por tanto, garantizar una eficaz asignación de los recursos financieros, así como contribuir al logro de la estabilidad monetaria y financiera¹.

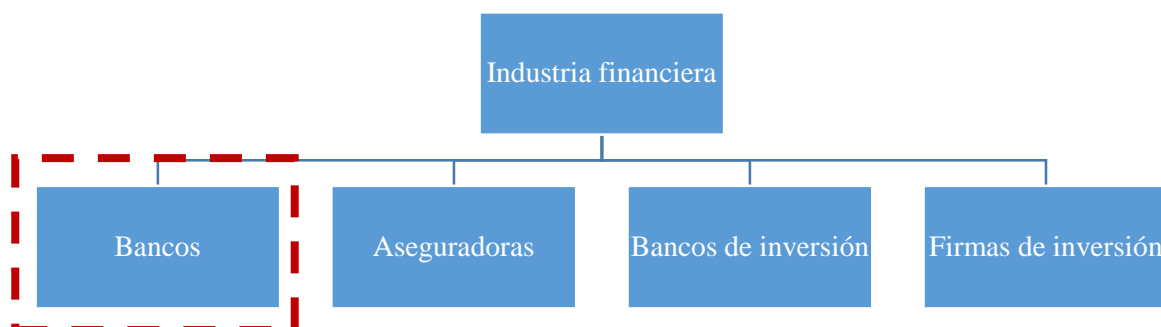
2.1.2. *Composición*

La industria financiera es un conglomerado formado por intermediarios financieros, a los que llamaremos, “entidades financieras”. En este sentido, cualquier entidad que ofrezca productos y servicios financieros a personas u otras entidades puede ser catalogada como entidad financiera. Para su tratamiento en este trabajo, agruparemos estas entidades dentro de cuatro grupos desde la perspectiva de su principal fuente de beneficios².

¹ Sebastian, A. y López, J. (2001). *Gestión bancaria: los nuevos retos en un entorno global*. McGraw-Hill.

² Damodaran, A. (2013). Valuing Financial Service Firms. *Journal of Financial Perspectives*, Vol. 1, Issue 1, 59-74.

FIGURA 1. COMPOSICIÓN DE LA INDUSTRIA FINANCIERA³



Un *banco o institución bancaria* es una entidad de crédito que genera beneficio por el diferencial entre el interés que paga a aquellos que le prestan su dinero – prestamistas o depositantes – y el interés que cobra a aquellos a los que presta dinero – prestatarios –, además de otros servicios que ofrece tanto a depositantes como a acreedores. Por el alcance de este trabajo, limitamos nuestro estudio al análisis de este grupo.

Las *aseguradoras o compañías de seguros* obtienen su beneficio de dos fuentes principales. Una de ellas consiste en las primas que recibe de aquellos que adquieren un seguro para protegerse de una determinada contingencia. La otra está compuesta por los ingresos derivados de las carteras de inversión compuestas por los fondos que mantienen para atender las posibles reclamaciones.

Los *bancos de inversión* ofrecen asesoramiento, productos y servicios de apoyo a otras entidades que desean obtener capital a través de los mercados de capitales – renta fija y renta variable – o llevar a cabo operaciones estructurales como fusiones, adquisiciones o desinversiones.

Las *gestoras de carteras o firmas de inversión* gestionan fondos de inversión y carteras de valores, además de proporcionar asesoramiento de inversión a sus clientes. Las comisiones de asesoramiento y gestión son su principal fuente de beneficios.

Con la reciente consolidación de la industria de los servicios financieros, un creciente número de entidades opera en más de uno de los anteriores grupos. Por ejemplo, los llamados “bancos universales” como J.P. Morgan, Citi, UBS o Santander operan en las cuatro líneas de negocio. Al mismo tiempo, sin embargo, existe un elevado número de

³ Elaboración propia.

bancos pequeños, “boutiques de inversión” y aseguradoras especializadas que todavía obtienen la mayor parte de sus beneficios de una sola fuente.

2.1.3. Los servicios financieros en España

La pregunta es obligatoria: ¿cómo de grande es la industria de los servicios financieros en España? La siguiente tabla muestra la capitalización de mercado (precio de la acción por número de acciones en cotización) del IBEX 35, índice compuesto por los 35 valores más líquidos del mercado cotizado español.

FIGURA 2. IBEX 35⁴

IBEX 35		
Empresa	Capitalización (miles de €)	Proporción (%)
ABERTIS	14.184,66	2,67%
ACCIONA	3.483,67	0,65%
ACS	8.618,66	1,62%
AMADEUS	13.201,43	2,48%
ARCELORMITTAL	18.935,51	3,56%
BANKIA	17.252,96	3,24%
BANKINTER	5.210,51	0,98%
BBVA	50.754,39	9,54%
BME	2.452,44	0,46%
CAIXABANK	22.714,74	4,27%
DIA	4.124,53	0,78%
EBRO FOODS	2.576,48	0,48%
ENAGAS	5.308,26	1,00%
FCC	1.979,57	0,37%
FERROVIAL	11.358,41	2,14%
GAMESA	1.990,42	0,37%
GAS NATURAL	20.263,96	3,81%
GRIFOLS	8.535,38	1,60%
IAG (IBERIA)	10.359,52	1,95%
IBERDROLA	32.064,91	6,03%
INDITEX	69.065,01	12,98%
INDRA	2.345,45	0,44%
JAZZTEL	2.751,89	0,52%
MAPFRE	9.463,47	1,78%
MEDIASET	3.442,86	0,65%
OHL	3.091,97	0,58%

⁴ Cotización del IBEX 35, consultado el jueves 27 de marzo de 2014 en <http://www.eleconomista.es/indice/IBEX-35>.

POPULAR	11.076,64	2,08%
REE	7.975,52	1,50%
REPSOL	24.304,87	4,57%
SABADELL	8.774,18	1,65%
SACYR	2.105,00	0,40%
SANTANDER	77.262,61	14,52%
TECNICAS		
REUNIDAS	2.236,96	0,42%
TELEFONICA	50.903,21	9,57%
VISCOFAN	1.761,85	0,33%
TOTAL IBEX 35	531.931,90	100,00%
INS. FINANCIERAS	202.509,50	38,07%

Con una representación cercana a un 40% del IBEX 35, es fácil defender la importancia y el protagonismo de las entidades financieras en el entramado empresarial y económico español. No estaríamos exagerando si afirmamos que gran parte del desarrollo económico de España no hubiese ocurrido sin que los bancos ofreciesen su capital en aras del crecimiento o las compañías de seguros ofreciesen su servicio de protección de riesgos.

2.1.4. *Labor de las entidades de crédito*

La labor de las entidades de crédito puede concretarse en las siguientes actividades – que se benefician de un reconocimiento mutuo en la Unión Europea⁵ –:

- a) Recepción de depósitos o de otros fondos reembolsables.
- b) Préstamos.
- c) Arrendamiento financiero («leasing»).
- d) Operaciones de pago.
- e) Emisión y gestión de medios de pago (tarjetas de crédito, cheques de viaje, cartas de crédito).
- f) Concesión de garantías y suscripción de compromisos.

⁵ Directiva 89/646/CE: Segunda Directiva del Consejo de 15 de diciembre de 1989 para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y por la que se modifica la Directiva 77/780/CEE.

- g) Transacciones por cuenta propia de la entidad o por cuenta de su clientela que tengan por objeto:
 - a. instrumentos del mercado monetario (cheques, efectos, certificados de depósito, etc.);
 - b. mercados de cambios;
 - c. instrumentos financieros a plazo y opciones;
 - d. instrumentos sobre divisas o sobre tipos de interés;
 - e. valores negociables;
- h) Participaciones en las emisiones de títulos y prestaciones de los servicios correspondientes.
- i) Asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, de estrategia industrial y de cuestiones afines, así como asesoramiento y servicios en el ámbito de la fusión y la compra de empresas.
- j) Intermediación en los mercados interbancarios.
- k) Gestión o asesoramiento en la gestión de patrimonios.
- l) Custodia de valores negociables.
- m) Informes comerciales.
- n) Alquiler de cajas fuertes.

Como puede verse, las principales actividades que realizan las entidades de crédito no son homogéneas y podrían catalogarse en distintas líneas de negocio. Podemos, por tanto, afirmar que los bancos son instituciones que operan distintos modelos de negocio y pueden tener distintas proporciones en dicha combinación de negocios. Todo ello tendrá consecuencias en la valoración.

2.1.5. Marco regulatorio

Las entidades de crédito no son solo depositarias y prestamistas de fondos. Además, ejercen funciones de creación de crédito y de dinero mediante su labor de intermediación en la actividad económica. Por tanto, los intereses en juego no son solo los puramente privados entre los contratantes de operaciones de crédito y las propias entidades, sino

también los generales o públicos en la realización de una función económica esencial para el desenvolvimiento del sistema financiero y de la economía en general.

Por ello, el ordenamiento jurídico español, junto a normas que regulan las relaciones privadas entre entidades de crédito y clientes, recoge otras normas públicas o administrativas que persiguen que se den las condiciones necesarias para alcanzar esos otros intereses. Entre ellas destacan las que reservan la actividad crediticia a las entidades mencionadas y, sobre todo, las que establecen su regulación específica tendente a preservar su estabilidad, solvencia y liquidez esenciales, así como su administración, gestión, supervisión e inspección para el buen funcionamiento del sistema crediticio y de pagos en su conjunto⁶.

Esta regulación especial se concreta, entre otras, en la Ley 13/1992, de 1 de junio, sobre Recursos Propios de las Entidades Financieras; la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria; la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, de Coeficientes de Inversión, Recursos propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros y otras Normas del Sistema Financiero; el RDL 2/2011, de 18 de febrero, para el Reforzamiento del Sistema Financiero; y la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de Reestructuración y Resolución de Entidades de Crédito.

Concretamente, la Ley 9/2012 ha establecido una nueva regulación de las crisis de entidades de crédito que se articula en torno al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) – encargado de gestionar los procesos de reestructuración financiera y patrimonial de las entidades de crédito – y a la previsión de otras medidas complementarias por parte del Banco de España – como la reducción del número de entidades y, por tanto, de capacidad del sector; la transformación de las Cajas de Ahorro en Bancos; el incremento de exigencia de requisitos de capital principal y el endurecimiento de las obligaciones de información –.

Entre las principales razones de este conjunto de medidas estructurales se encuentra la incertidumbre que se mantiene en relación al valor de los activos inmobiliarios en los balances de las entidades bancarias, que se ha dado en un contexto de creciente tensión macroeconómica y financiera en la Eurozona⁷. Por ello, en los últimos años, el sector

⁶ Menéndez, A. y Rojo, Á. (2013). *Lecciones de Derecho Mercantil*. Thomson Reuters Civitas.

⁷ Roldán, J.M. (2012). *The Spanish Banking Sector Investor Presentation*. Banco de España.

financiero español ha pasado por un necesario proceso de ajuste cuyo objetivo principal ha sido eliminar dicha incertidumbre.

Con todo, podemos afirmar que el sector financiero está fuertemente regulado y en constante supervisión en nuestro país. Factores determinantes como la protección de los ahorradores y el sistema de pagos, la desintermediación, la titulización, la innovación financiera, la transnacionalidad de los mercados, el desarrollo tecnológico o la globalización están continuamente condicionando el entorno, los sujetos que en el intervienen y, por ende, la legislación que se encarga de regularlos.

2.2. Economía de la banca

2.2.1. *Aproximación a la contabilidad bancaria*

Antes de discutir los distintos modelos de valoración de las entidades bancarias, se hace necesario aproximarnos a la específica contabilidad de un banco. En este caso, presentaremos Balance de situación y Cuenta de pérdidas y ganancias simplificados del año 2011 del banco HSBC.

Como puede observarse, los estados financieros de los bancos son distintos a los de una empresa industrial. Ello se debe a la especial actividad y estructura de capital de las entidades bancarias⁸.

FIGURA 3. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS y BALANCE⁹

HSBC - 2011 (millones de \$)	
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	
Margen de intereses	40.662
Otros ingresos	31.618
Beneficio operativo (Beneficio Bancario Neto)	72.280
Costes operativos (opex)	-41.545
Beneficio antes de provisiones	30.735
Cargo a provisiones	-8.863
Beneficio antes de impuestos (BAI)	21.872
Impuesto sobre beneficio	-3.928
Beneficio neto	17.944

⁸ Dermine, J. (2009). *Bank Valuation and Value-Based Management: Deposit and Loan Pricing, Performance Evaluation, and Risk Management*. McGraw-Hill.

⁹ Elaboración propia con información financiera de HSBC (<http://www.hsbc.com/investor-relations/financial-and-regulatory-reports>). Consultado 10-03-2014.

BALANCE		
Caja / Reserva Banco Central	129.902	5%
Interbancario	180.987	7%
Préstamos	940.429	37%
Intangibles	29.034	1%
Otros activos	1.275.227	50%
Total Activo	2.555.579	100%
Interbancario	112.822	4%
Depósitos	1.253.925	49%
Otro pasivo	1.022.739	40%
Capital	166.093	6%
Total Pasivo y Neto	2.555.579	100%

En el lado del pasivo, los bancos se financian principalmente con los depósitos que obtienen del mercado de consumo y corporativo – familias y empresas –. Estos depósitos pueden ser a la vista, de ahorro o a plazo. Mientras los dos primeros tienen vencimiento indefinido, ya que pueden permanecer en el banco tan solo unos días o varios años, los depósitos a plazo suelen tener un vencimiento contractual fijo, entendido como la prohibición de disposición de los fondos por parte del cliente en un plazo determinado. Por esta financiación el banco paga un precio, llamado “interés de depósito”, que puede ser fijo o variable. En este último caso, el interés se ajustará a una tasa de referencia, como la tasa de interés de los bonos del Estado o el interés interbancario. Además de financiarse con depósitos del público, los bancos toman prestado dinero de otros bancos en lo que se denomina “mercado interbancario”. Por último, las dos formas más habituales de financiación a largo plazo son el capital principal y la emisión de deuda – lo más frecuente es la emisión de bonos subordinados ya que juegan un papel especial en las entidades bancarias pues, con ciertos límites, pueden calificar como parte de capital regulatorio, junto con el capital principal –.

En el lado del activo, los bancos están obligados reglamentariamente a mantener cierto nivel de reservas en el Banco Central, reservas que normalmente pagan un bajo – a menudo cero – tipo de interés. Como ya se ha dicho, la función principal de los bancos es prestar dinero a individuos y empresas – préstamos –. El excedente de fondos puede ser prestado a otros bancos – préstamo interbancario – o invertido en determinados activos,

como Bonos del Tesoro. Finalmente, una pequeña proporción de fondos se utiliza para la adquisición de activo fijo, como edificios o equipos de información.

En lo relativo al negocio, los ingresos por intereses se generan en los préstamos concedidos y otros activos como los Bonos del Tesoro, La prestación de otros servicios y el corretaje generan una fuente de ingresos adicional. Los gastos por intereses derivan de los depósitos y el resto de financiación con coste. Un aspecto muy específico y complejo de la banca es el relativo a las provisiones por pérdida de valor de los préstamos. Como los préstamos, por lo general, no cotizan en los mercados de capitales, no contamos con información disponible para conocer cuál es el verdadero valor razonable de un préstamo. Así, si determinados prestatarios entran en dificultades financieras o incluso procedimientos concursales, puede llevar varios años conocer la cantidad exacta de pérdidas por préstamos incobrables. Como consecuencia, los bancos tienen métodos complejos para estimar los niveles razonables de cargo a provisiones para cubrir dicho riesgo de crédito¹⁰.

2.2.2. Modelos de negocio bancario

Como hemos afirmado, los bancos universales operan en alguna o todas las líneas de negocio bancario: prestar y tomar prestado (“lending and borrowing”), suscribir capital (“underwriting and placement of securities”), servicio de pagos, gestión de activos, operaciones financieras (“proprietary trading”) y corretaje (“brokerage”). Para los fines del análisis y la valoración financiera, agruparemos estas actividades en cuatro tipos de ingresos diferentes que genera un banco: margen de intereses (“Interest”), comisiones netas (“Commissions”), resultado de operaciones financieras (“Trading”), y otro resultado (“Other”)¹¹.

Margen de intereses (“Interest”). En su papel tradicional, los bancos actúan como intermediarios entre partes con exceso de fondos y partes con necesidad de financiación. Atraen fondos en forma de depósitos de clientes y deuda para proveer fondos a otros clientes en forma de créditos como préstamos hipotecarios, operaciones de tarjeta a crédito, y préstamos corporativos. La diferencia entre el ingreso por interés de crédito y

¹⁰ Dermine, J. (2009). *Bank Valuation and Value-Based Management: Deposit and Loan Pricing, Performance Evaluation, and Risk Management*. McGraw-Hill.

¹¹ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley Finance.

el gasto por interés de depósito es el margen de intereses. Para determinados bancos comerciales como Banco Santander, el margen de intereses supone aproximadamente la mitad de sus ingresos totales.

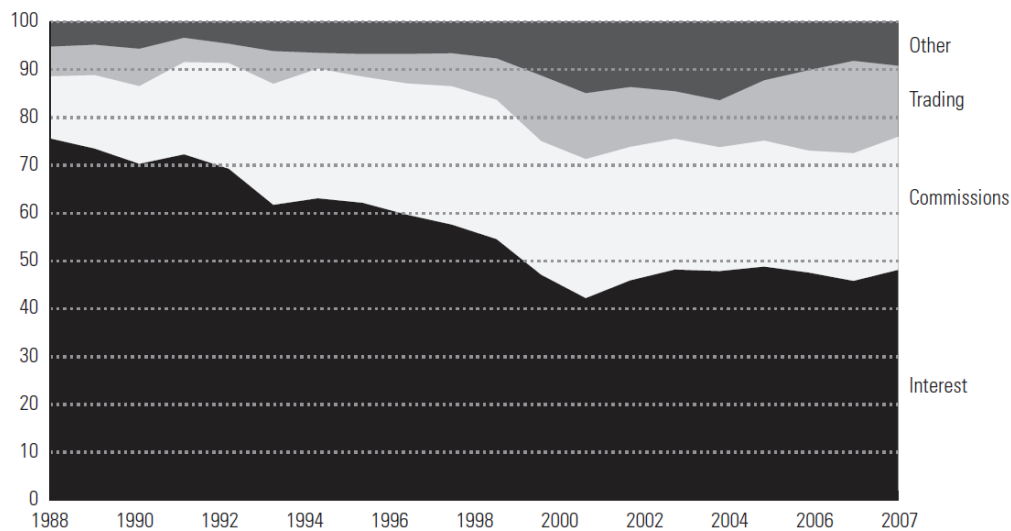
Comisiones netas (“Commissions”). Los bancos cobran a sus clientes comisiones por servicios determinados. Entre otros, el asesoramiento en transacciones, la suscripción de capital, la gestión de activos de inversión, y el corretaje. En los bancos de inversión, como Merrill Lynch o Morgan Stanley, y determinados bancos universales con rama de banca de inversión, como UBS o Deutsche Bank, los ingresos por comisiones pueden llegar a representar el 50% de los ingresos totales. Este ingreso es más sencillo de entender que el margen de intereses ya que es independiente de la financiación. Sin embargo, como contrapartida, su frecuencia suele ser más cíclica.

Operaciones financieras (“Trading”). En la última década, el resultado de las operaciones financieras financiadas con fondos propios del banco (“Proprietary trading”), se ha colocado como tercera categoría de ingresos del sector bancario. Este tipo de operaciones conlleva la compraventa de una gran variedad de activos financieros en los mercados: renta variable, renta fija, moneda extranjera y derivados, entre muchos otros. Este tipo de ingresos tienden a ser muy volátiles ya que las ganancias acumuladas durante varios años pueden desvanecerse por períodos de grandes pérdidas, como ha quedado demostrado durante la crisis económica. Para algunos bancos de inversión, como Goldman Sachs o Lehman Brothers, los ingresos de operaciones financieras contribuyeron como el mayor componente de ingresos totales durante los cinco años anteriores a 2008.

Otros ingresos (“Other”). Por último, algunos bancos generan pequeñas contribuciones a sus ingresos totales a través de una serie de actividades no bancarias, como son el desarrollo inmobiliario, las inversiones minoritarias en otras empresas o la venta de seguros y pensiones.

Como muestra la Figura 4, la importancia relativa de estas cuatro fuentes de ingresos ha cambiado radicalmente en las últimas dos décadas. Los bancos europeos se han ido retirando poco a poco del margen de intereses, desplazándose hacia los ingresos por comisiones y operaciones financieras.

FIGURA 4. INGRESOS DE LOS BANCOS EUROPEOS
(Fuente de ingresos / Ingresos totales, porcentaje), 1988-2007¹²



2.2.3. “Drivers” operativos

La capacidad de generación de valor en un banco es función de tres variables principales: beneficio, captación de depósitos y capitalización¹³.

- Los beneficios bancarios están definidos en términos de rentabilidad – rentabilidad sobre los activos (“Return On Assets”, ROA) y rentabilidad sobre el capital (“Return On Equity”, ROE) – y perspectivas de crecimiento. Por tanto, aquellos bancos que demuestren capacidad de generar tasas de crecimiento de beneficio más altas que otros tendrán una mayor valoración relativa.
- La captación de depósitos representa la capacidad de financiarse de manera estable y a bajo coste. Esta específica fuente de financiación es lo que distingue a los bancos de otras instituciones financieras y de instituciones no financieras. A mayor capacidad de captación de depósitos, mayor valoración relativa.
- La capitalización puede definirse como el capital o los recursos propios tangibles de un banco. El grado de sobre o infracapitalización de un banco puede determinar la rentabilidad y, por tanto, las medidas de valoración de un banco. El capital,

¹² Fuente: Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley Finance.

¹³ McCallum, S. (2009) Bank Valuations: a Tough Environment for Banker and Valuators. *The Value Examiner*, 19-25.

normalmente considerado como el origen de la valoración bancaria, está a su vez significativamente influenciado por estrictas normas regulatorias, expectativas de los inversores y del consejo de administración, resultados operativos y financieros históricos, nivel de riesgo inherente a una determinada cartera de préstamos o inversión, y el punto de vista y la toma de decisiones del equipo gestor.

El objetivo de una buena administración de la capitalización de un banco consiste en lograr un equilibrio entre tener un colchón de capital lo suficientemente grande como para garantizar seguridad y solvencia, obteniendo una rentabilidad sobre dicho capital, y la protección contra la dilución de los accionistas.

Otros “drivers” importantes del valor bancario son:

- Calidad de los activos. En la concesión de préstamos es fundamental llevar a cabo una continua supervisión y resolución de posibles contingencias sobre los activos bancarios. Mantener una cartera de préstamos de calidad supone mayor rentabilidad y, por ende, mayor valoración.
- Calidad del equipo gestor. El equipo gestor debe tener una fuerte orientación a la gestión del riesgo, una buena reputación frente al mercado y los clientes, y desarrollar y mostrar buenos principios de responsabilidad corporativa.
- Eficiencia operativa. Con una gestión eficaz y engranado desarrollo de las operaciones, incluyendo la utilización del “outsourcing” en aquellas líneas de negocio no principales.
- Localización geográfica. Normalmente, los bancos localizados en áreas metropolitanas, que gozan de una combinación de mayor densidad de población y posibilidad de crecimiento, tienden a tener una valoración relativamente más alta que aquellos en áreas rurales o de menos crecimiento.

2.2.4. *¿Modelo de negocio vulnerable?*

Tras años de fuerte crecimiento y rentabilidad del sector bancario estadounidense y europeo, la crisis de las hipotecas “subprime” comenzada en 2007 supuso la caída en insolvencia de numerosas empresas en el año 2008. Consolidadas instituciones financieras a los dos lados del Atlántico cayeron en bancarrota o tuvieron que ser rescatadas por sus gobiernos. Lo que originariamente comenzó como una crisis bancaria,

traspasó sectores y fronteras llegando a paralizar el crecimiento en prácticamente todos los sectores económicos alrededor del globo, dando lugar a un verdadero parón de crecimiento de la economía real en 2008.

La crisis crediticia (*“credit crunch”*) ha puesto de manifiesto la medida en la que la industria financiera es un componente crítico pero a la vez vulnerable de la economía moderna. Esta vulnerabilidad se explica porque la estructura de capital de los bancos está muy apalancada y su financiación depende de la confianza de accionistas y clientes. Esta confianza puede desaparecer de un día para otro, dando lugar a una quiebra a gran velocidad. Como consecuencia, la valoración de bancos está rodeada de más incertidumbre que la valoración de la gran mayoría de empresas industriales. Por ello, es fundamental para cualquiera que vaya a valorar una institución bancaria entender las actividades de negocio que llevan a cabo los bancos, la forma a través de las cuales crean valor, y los “drivers” de dicha creación de valor¹⁴.

¹⁴ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley Finance.

3. BANCA. VALOR Y MÉTODOS DE VALORACIÓN

3.1. Introducción

Podemos definir el valor de una compañía como una estimación de su valor de mercado en términos monetarios en un momento determinado, teniendo en cuenta los factores rentabilidad y riesgo. Así, el valor va a ser el principal determinante de la salud financiera y sostenibilidad de un banco en el largo plazo¹⁵.

Como toda empresa, las entidades financieras prosperan cuando crean verdadero valor económico para sus accionistas. Las personas invierten en la expectativa de que cuando vendan, el valor de cada una de sus inversiones habrá crecido lo suficiente por encima de su coste como para compensar el riesgo que asumieron. De hecho, en una economía de mercado, la habilidad de una compañía para crear valor para sus accionistas y la cantidad de valor que son capaces de generar son las principales medidas por la que es juzgada.

En la práctica, las entidades financieras crean valor cuando invierten capital y obtienen un retorno – determinado tanto por la rentabilidad de los distintos negocios de la entidad como por las restricciones regulatorias – que excede su coste de capital – función del riesgo inherente a las inversiones de la entidad -.

Así, el valor se convierte en una medida muy útil de medición del rendimiento de una compañía porque tiene en cuenta los intereses a largo plazo, no solo de los accionistas, sino de todos los “stakeholders”. Es teoría consolidada que cuando las compañías maximizan el valor para sus accionistas en el largo plazo también crean más empleo, tratan mejor a sus actuales y antiguos empleados, ofrecen mayor satisfacción a sus clientes y asumen una mayor carga de responsabilidad social corporativa que otros rivales más cortoplacistas¹⁶.

Por estas razones, el conocimiento sobre cómo crean valor las instituciones bancarias y cómo medir dicho valor – el objetivo de este trabajo – es de gran interés en una economía de mercado. Más aún, si cabe, tras una crisis financiera que ha sacado a la luz los riesgos

¹⁵ Deev, O. (2011) Methods of Banks Valuation: A Critical Overview. *Financial Assets and Investing No. 3* 18-81.

¹⁶ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley Finance.

del excesivo endeudamiento, la ineficiencia de los mercados financieros, la falta de compromiso ético de numerosos operadores y los fallos estructurales del sistema bancario

3.2. Peculiaridades de la valoración de bancos

Existen numerosas dimensiones por las que podemos diferenciar la valoración de los bancos de la valoración de otras empresas en el mercado. En este epígrafe, nos centraremos en cuatro diferencias clave e investigaremos porqué estas diferencias pueden crear problemas de estimación en nuestra valoración. La primera es que los bancos operan bajo estrictas limitaciones regulatorias sobre cómo desarrollar su negocio y cuánto capital tienen que mantener paralizado para continuar operando – requisitos de capital –. La segunda es que las normas contables para registrar los beneficios y el valor de los activos en los bancos son distintas al del resto de empresas no financieras. La tercera es que la deuda para un banco es más una materia prima que una fuente de financiación. Por último, definir la reinversión para un banco, tradicionalmente entendida como inversión en inmovilizado (“Capital Expenditure”, CAPEX) y necesidades operativas de financiación (“Working Capital”, WC), no es que sea difícil, sino más bien imposible para un banco – por ello, los flujos de caja no pueden ser calculados –¹⁷.

3.2.1. *La regulación bancaria*

Como hemos dicho, la banca es un sector altamente regulado, no solo en España, sino en todo el mundo – a pesar de que la regulación varía de país a país –. En general, la regulación bancaria se traduce en tres limitaciones fundamentales:

- Primero, los bancos han de mantener unos ratios de capital para operar, que se computan sobre el valor en libros del capital y el total de activos en sus operaciones. De gran relevancia actualmente son las recientes medidas introducidas por la EBA (“European Banking Authority”), conocidas como *Basilea III*, que han entrado en vigor en enero de 2014. El objetivo es asegurarse de que los bancos no expandan sus operaciones más allá de su negocio tradicional y que los depósitos e inversiones de depositantes y clientes no estén en riesgo.

¹⁷ Damodaran, A. (2013). Valuing Financial Service Firms. *Journal of Financial Perspectives*, Vol. 1, Issue 1, 59-74.

- Segundo, los bancos tienen limitaciones sobre el destino de sus inversiones propias. Así, tanto en Estados Unidos como en Europa los bancos tienen limitaciones sobre el nivel de inversiones en activos financieros de otras empresas y tienen ciertas restricciones sobre la combinación de actividades de banca comercial y banca de inversión.
- Tercero, la entrada de nuevos bancos en el mercado así como las operaciones corporativas entre los mismos – fusiones, adquisiciones, segregaciones, etc. – está fuertemente controlada por las autoridades regulatorias.

¿Por qué son relevantes estas limitaciones en términos de valoración? Porque para valorar tendremos que realizar estimaciones y asunciones sobre el crecimiento que son, a su vez, dependientes de suposiciones sobre la reinversión. Tratándose de entidades bancarias, estas asunciones tendrán que encajar con las limitaciones regulatorias. Asimismo, podrán resultar implicaciones sobre cómo medimos el riesgo en un banco. Si las restricciones regulatorias están cambiando o se espera que cambien, esto añade una capa de incertidumbre y riesgo al futuro que puede afectar al valor. Con todo, debemos tener en cuenta la estructura regulatoria que gobierna al sistema bancario.

3.2.2. *Diferencias en normas contables*

Las normas contables para registrar beneficios y el valor en libros son diferentes para los bancos que para el resto de empresas por dos razones principales. La primera es que los activos de las entidades bancarias son, en su mayoría, activos financieros (bonos e instrumentos titulizados) que normalmente cotizan en un mercado. Por ello, estos activos están valorados a valor de mercado (“Mark to market”). La segunda es que la naturaleza de las operaciones bancarias es tal que prolongados periodos de beneficios pueden intercalarse con cortos períodos de grandes pérdidas; los estándares contables bancarios han desarrollado medidas para contrarrestar esta tendencia y suavizar las pérdidas.

- a) “Mark to market”: la práctica en las entidades bancarias es valorar los activos a su valor de mercado en vez de a su precio de adquisición o coste de producción – que es la regla general en las empresas no financieras –. El argumento principal es que la mayor parte de los activos de un banco son valores que cotizan y, por tanto, tienen un precio de mercado establecido por la oferta y la demanda. Como su precio es fácilmente observable, su valoración no requiere juicios subjetivos.

En la medida en que una gran porción de los activos de los bancos están valorados a precio de mercado y los activos del resto de empresas no, nos encontramos con dos problemas. El primero surge al comparar ratios del valor en libros – Precio/Valor en libros (“Price to Book value”, P/BV) o Rentabilidad del capital (“Return on equity”, ROE) – entre entidades financieras y no financieras. El segundo lo tenemos al interpretar dichos ratios, una vez calculados. Mientras el ROE de una empresa no financiera puede considerarse una medida del retorno sobre el capital invertido originariamente en los activos, no podemos decir lo mismo sobre una entidad financiera, ya que el valor en libros del capital no representa lo invertido originariamente sino un valor actualizado de mercado.

- b) Provisiones para suavizar las pérdidas: si consideramos que el negocio principal de los bancos es tomar fondos de los depositantes y prestar dichos fondos a individuos y empresas cobrando un tipo de interés más alto del pagado, estas entidades se enfrentan a dos riesgos principales: el riesgo de crédito – que el individuo o empresa no devuelva los fondos – y el riesgo de tipo de interés – que los tipos de interés cambien a lo largo del tiempo –. Para combatirlos, los bancos crean provisiones haciendo un promedio de las pérdidas históricas por estos riesgos y las van cargando año a año contra el resultado. Esta práctica es específica y habitual en el sector bancario y se basa en estimaciones de carácter subjetivo. Cada banco es el responsable de realizar la evaluación de estas pérdidas. Un banco conservador dará mayor peso al cargo a provisiones que un banco más agresivo, por tanto, mientras el primero tendrá menor beneficio relativo año a año, estará mejor protegido para períodos de caída económica.

3.2.3. *Fuentes de financiación: deuda y capital*

De manera descriptiva, en un balance de situación contable que utilizamos para describir la situación patrimonial de una empresa, hay dos fuentes de financiación del activo principales: recursos propios – capital – y recursos ajenos – deuda –. Si bien esto es cierto para todas las empresas, podemos resaltar tres peculiaridades del sector bancario:

- a) La deuda para los bancos es “materia prima” más que fuente de financiación. Cuando hablamos de financiación para las empresas no financieras siempre hablamos de deuda y capital. Estas empresas se financian con recursos propios y

ajenos y usan los fondos para llevar a cabo sus inversiones y su actividad propia. Cuando valoramos estas empresas, valoramos los activos propiedad de la empresa en lugar del valor de su capital. Con las entidades financieras, la deuda tiene una connotación diferente. En lugar de verlo como una fuente de financiación, los bancos consideran la deuda como una materia prima: un producto que moldean para convertir en otros productos que pueden ser vendidos a un precio más alto y producir un beneficio. Así, en banca se es práctica habitual considerar, desde un punto de vista estricto, al capital como única fuente de financiación. Esta definición de capital está, además, reforzada por las autoridades regulatorias, que evalúan a los bancos en función de sus ratios de capital.

- b) Delimitación de la deuda. Definir lo que es deuda es también tarea compleja en las entidades bancarias. Por ejemplo, ¿deberíamos considerar como deuda los depósitos que realizan sus clientes en sus cuentas corrientes? Realmente, hay poca diferencia práctica entre las cuentas corrientes que devengan intereses y los instrumentos de deuda emitidos por el propio banco. Por ello, si incluimos los depósitos como deuda, los ingresos de explotación de un banco deberían ser calculados antes del interés pagado a los depositantes, lo que resultaría problemático pues los intereses de la deuda y, en concreto, los intereses de depósito, son normalmente el mayor gasto en una entidad bancaria.
- c) Grado de apalancamiento financiero: incluso si logramos delimitar la deuda, categorizarla como fuente de financiación y medirla con precisión, aún hay una dimensión peculiar a los bancos que los distinguen del resto de empresas. Las entidades bancarias tienden a utilizar más deuda en la financiación de su negocio operativo y, por tanto, tienen mayor apalancamiento que empresas de otros sectores. Si bien es verdad que hay razones que apoyan esta práctica – beneficio más predecible y marco regulatorio – puede haber consecuencias en términos de valoración. Como el capital es solo una fina línea del valor general de un banco, pequeños cambios en el valor de los activos pueden traducirse en grandes oscilaciones en el valor de los recursos propios.

3.2.4. Estimación de los flujos de caja

Ya se ha hecho referencia a cómo el marco regulatorio determina ciertas limitaciones al sector bancario sobre dónde y qué cantidad de recursos invierte. Si determinamos la reinversión como un elemento fundamental para el crecimiento sostenible en el futuro, surgen problemas sobre cómo medimos la reinversión en las entidades bancarias. Como en las empresas de otros sectores, podemos definir la reinversión como la suma de la inversión en inmovilizado (CAPEX) y las necesidades operativas de financiación (NOF). Sin embargo, medir estas variables en una entidad bancaria puede ser complejo.

Por un lado, de modo distinto a la operativa habitual en empresas de producción, que invierten en inmobiliario, maquinaria y otros activos fijos; los bancos invierten principalmente en inmovilizado intangible: marca, reputación y capital humano, entre otros. Como consecuencia, lo que tradicionalmente entendemos como CAPEX – fuera de la cuenta de pérdidas y ganancias – está muchas veces categorizado como gastos operativos – dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias –. Por tanto, el estado de flujos de caja de un banco normalmente recoge una línea CAPEX – y amortización – de muy poca o nula cuantía. Por otro lado, el problema con las NOF es diferente. Si definimos las NOF como la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente, una gran proporción del balance de un banco entraría en una categoría u otra. Por tanto, las fluctuaciones sobre las NOF pueden ser de gran tamaño y volatilidad y no tener relación alguna con la reinversión para el crecimiento futuro.

Con todo, si definimos el Flujo de Caja Libre como,

$$FCL = BAI(1 - t) + Amortización - CAPEX - \Delta NOF$$

Donde,

BAI= Beneficio antes de intereses e impuestos

t= Tasa impositiva

Entonces la estimación de los flujos de caja en una entidad bancaria se hace compleja. Surgen así dos problemas para la valoración: no podemos estimar los flujos de caja sin estimar la reinversión (CAPEX y NOF) y tampoco podemos estimar la tasa de crecimiento futuro sin estimar la tasa de reinversión.

Podemos, con todo, afirmar que los factores característicos y específicos de la banca que hemos analizado tienen repercusión en su proceso de valoración, haciéndolo más complejo que en entidades no financieras.

3.3. ¿Cómo valorar? Métodos de valoración

No hay un consenso sobre el enfoque y uso de los distintos métodos de valoración de bancos. Cada uno de ellos difiere del resto en supuestos, asunciones y características distintas en los que se basan. Sin embargo, sí podemos subrayar un punto en el que todos coinciden: las dimensiones más importantes que revelan el rendimiento operativo de los bancos y, por tanto, la generación de valor son rentabilidad y riesgo.

En términos generales, existen tres modelos de valoración financiera con numerosos enfoques dentro de cada uno de ellos¹⁸. El primero, descuento de flujos de caja, determina el valor de un activo en función del valor presente de los flujos de caja futuros que genera el propio activo. El segundo, valoración basada en el activo o valoración contable, se construye mediante la valoración de los activos patrimoniales o propiedad de una empresa, utilizando estimaciones contables o de mercado como punto de partida. Por último, la valoración relativa o de mercado, estima el valor del activo a través de la observación de activos comparables en relación a una variable común, como ingresos, flujos de caja o valor en libros. Cada uno de estos enfoques generales es aplicable a la valoración de bancos bajo determinadas condiciones que iremos analizando.

3.3.1. *Descuento de flujos de caja (“Discounted Cash Flow Valuation”, DCF)*

En el modelo de descuento de flujo de caja, consideramos que el valor de un activo es el valor presente de los flujos de cada futuro generados por dicho activo. En este punto,

¹⁸ Sobre los métodos de valoración, Allayannis, G. (2009). Bank Valuation Issues. *Darden Case No. 158*, 56-84, Damodaran, A. (2013). Valuing Financial Service Firms. *Journal of Financial Perspectives*, Vol. 1, Issue 1, 59-74, Deev, O. (2011). Methods of Banks Valuation: A Critical Overview. *Financial Assets and Investing No. 3* 18-81, Dermine, J (2009). *Bank Valuation and Value-Based Management: Deposit and Loan Pricing, Performance Evaluation, and Risk Management*. McGraw-Hill, Dermine, J. (2008). Bank Valuation, with an Application to the Implicit Duration of Non-Maturing Deposits. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, Forthcoming, Franceschi, L.F. (2008). Valuations of Banks in Mergers. *ICFAI Journal of Mergers & Acquisitions*, Vol. 5 Issue 3, 7-44, Huizinga, H. and Laeven, L. (2010). Bank Valuation and Regulatory Forbearance During a Financial Crisis. *European Banking Center Discussion Paper No. 2009*, 17-32, Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley Finance, López, F.J. y Berastain, C. (2010). Valoración fundamental en entidades financieras. *Análisis Financiero*, 112, 58-64, Masari, M. and Gianfrate, G. (2014). *The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Measure the Value of Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions*. Wiley Finance.

determinaremos que los bancos deben ser valorados en términos de capital, en lugar de en términos de empresa; y que los dividendos son el único flujo de caja tangible que podemos observar o estimar.

3.3.1.1. Valoración del capital vs. Valoración de empresa (“Equity vs Firm”)

De manera preliminar, tenemos que hacer referencia a la diferencia entre la valoración de capital y la valoración de empresas.

Las empresas se valoran en su integridad descontando los flujos de caja libre – aquellos disponibles para todos los proveedores de capital, deudores y accionistas – al coste de capital ponderado – teniendo en cuenta el coste de la deuda y el coste del capital –.

$$\text{Valor de empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1 + WACC)^t}$$

Donde,

FCL_t = Flujo de Caja Libre en el período t

$WACC$ = Coste del capital ponderado (“Weighted Average Cost of Capital”)

El capital se valora descontando los flujos de caja para el accionista – aquellos disponibles solo para los accionistas, tras el pago del interés de la deuda – al coste del capital (“Cost of equity”, Ke).

$$\text{Valor del capital} = \sum_{t=1}^n \frac{FCA_t}{(1 + Ke)^t}$$

Donde,

FCA_t = Flujo de Caja para el accionista en el período t

Ke = Coste del capital

Estimar los flujos de caja antes del pago de la deuda así como el coste de la deuda para el cálculo del coste ponderado del capital es problemático cuando la deuda no es fácilmente identificable, que es el caso de los bancos. Sin embargo, el capital puede ser directamente valorado descontando los flujos de caja del accionista al coste del capital. Por ello, defendemos el uso de este último enfoque para el sector bancario.

A pesar de lo anterior, incluso utilizando la valoración del capital, tenemos un segundo problema. Podemos definir el flujo de cada para el accionista como,

$$FCA = \text{Beneficio Neto} - \text{CAPEX} - \Delta\text{NOF} - (\text{Deuda amortizada} \\ - \text{Deuda emitida})$$

Como hemos dicho antes, estimar el CAPEX y las NOF no es tarea fácil. Por ello, tenemos tres alternativas. La primera es utilizar los dividendos como flujo de caja para el accionista y asumir que, como los dividendos son observables, no tenemos que estimar cuánto flujo de caja dedica el banco a reinversión. La segunda es adaptar los flujos de caja para el accionista, permitiendo la introducción de los distintos tipos de reinversión que acometen los bancos. La tercera es basarse en un modelo que mida el valor en función del exceso de rentabilidad de un banco. Los analizamos uno a uno.

3.3.1.2. Descuento de dividendos

Según el modelo de descuento de dividendos básico, el valor de una acción se corresponde con el valor presente de los dividendos esperados por poseer dicha acción.

$$\text{Valor por acción} = \sum_{t=1}^n \frac{DPA_t}{(1 + Ke)^t}$$

Donde,

DPA_t = Dividendo por acción esperado en el período t

Ke = Coste del capital

En aquellos casos en los que la tasa de crecimiento de los dividendos sea constante para siempre, podemos introducir el Modelo Crecimiento de Gordon¹⁹:

$$\text{Valor por acción en crecimiento estable} = \frac{DPA_1}{(Ke - g)}$$

Donde,

DPA_1 = Dividendo por acción esperado el próximo año

g = Tasa de crecimiento esperado del dividendo a perpetuidad

Así, si obtenemos el valor de la acción, podemos obtener el valor del capital,

$$\text{Valor del capital} = \text{Valor de la acción} \times \text{Número de acciones en circulación}$$

¹⁹ Bodie, Z. (2009). *Investments*. Tata McGraw-Hill Education.

Si bien podemos afirmar que el modelo de descuento de dividendos es intuitivo y tradicional en la valoración del capital, existen ciertos riesgos si no tomamos precauciones. Para que el modelo nos ofrezca un valor razonable, las asunciones tendrán que ser consistentes, con tasas de crecimiento esperadas que no se salgan del consenso de la industria y acordes al riesgo inherente al negocio.

Tras el análisis matemático del modelo, podemos afirmar que hay tres tipos de variables que determinan el valor del capital en los bancos: el coste del capital (“Ke”), la proporción de beneficio que se paga como dividendos (“dividend payout ratio”) y la tasa de crecimiento esperado (“g”), que será, a su vez, función de la tasa de crecimiento de los beneficios y el “dividend payout ratio”. Además de estimar cada una de las variables de manera razonable, tendremos que asegurarnos de que cada uno de ellos es consistente internamente con el resto.

El coste del capital (Ke) podemos definirlo como la rentabilidad exigida a las acciones, esto es, la rentabilidad que exigen los accionistas para sentirse suficientemente remunerados y es la suma del tipo de interés de los bonos del Estado a largo plazo más una cantidad que se suele denominar prima de riesgo de la empresa y que depende del riesgo inherente a la misma. Siguiendo el modelo CAPM (“Capital-Asset Pricing Model”) su cálculo es el siguiente,

$$Ke = Rf + \beta * [E(Rm) - Rf]$$

Donde,

Rf= Rentabilidad libre de riesgo (tipo de interés de los bonos del Estado); común para todas las empresas.

β= Medida de volatilidad, representa el riesgo sistemático o no diversificable de un activo concreto. La estimación de este coeficiente de volatilidad se realiza mediante la regresión de la rentabilidad del activo concreto sobre la rentabilidad del mercado²⁰. Ampliamente utilizado para estimar el riesgo inherente a un activo determinado

[E(Rm)-Rf]= Prima de riesgo del mercado, esto es, el diferencial entre la rentabilidad esperada del mercado y la rentabilidad libre de riesgo; común para todas las empresas

En relación a las otras dos variables, dividendos y crecimiento, podemos afirmar que se mueven en direcciones opuestas y deben alcanzar un equilibrio. Así, cuando una empresa

²⁰ Una beta de 1 indica que el precio del activo se moverá con el Mercado. Una beta menor que 1 significa que el precio del activo es menos volátil que el mercado. Una beta mayor que 1 indica que el precio del activo es más volátil que el mercado.

paga una mayor proporción de su beneficio neto en forma de dividendos, está reinviertiendo menos en su actividad – reteniendo menos reservas – y, por tanto, su crecimiento será más lento. En las entidades bancarias, además, la conexión entre estas dos variables es aún más fuerte debido a los requisitos de capital – valor en libros – que están obligadas a mantener como porcentaje de sus activos. Así, cuando un banco paga una mayor proporción en dividendos, retiene menos beneficio; y es justamente el beneficio retenido el que aumenta el valor en libros del capital.

En los últimos años ha habido una tendencia, no solo en el sector bancario sino en múltiples sectores de actividad, de aumentar la compra de acciones propias – autocartera – como medio de devolver caja a los accionistas, incrementando así los flujos de caja para los mismos. En este contexto, enfocar la valoración teniendo en cuenta como único flujo de caja los dividendos puede resultar en una valoración que no recoja todos los flujos que reciben los socios de capital. Una solución sería sumar el valor de las compras de acciones propias cada año y ponderar dicho valor junto con el “dividend payout ratio”.

Para asegurarnos que las asunciones sobre dividendos, beneficio neto y crecimiento son consistentes entre sí, necesitamos una variable que mida cómo se está reinviertiendo el capital retenido: la rentabilidad del capital (“Return On Equity”, ROE), es la variable que refleja la conexión entre proporción de dividendos y crecimiento esperado:

$$g = ROE * (1 - Dividend\ payout)$$

Donde,

g = Tasa de crecimiento esperado del beneficio neto

ROE = Rentabilidad del capital

(1 - Dividend payout) = Proporción de beneficio no distribuido como dividendo

Así, la conexión entre ROE, crecimiento y dividendos es crítica para determinar el valor del capital de un banco. Con todo, podemos afirmar que el factor verdaderamente determinante en la valoración no serán los dividendos, el beneficio o la tasa de crecimiento, sino el ROE a largo plazo que, de manera sostenible, sea capaz de generar un banco. Esta variable, junto con la proporción de dividendos, determinará el crecimiento, que es una de las variables que mayor efecto tiene en el resultado de la valoración.

3.3.1.3. Flujo de caja para el accionista (“Cash flow to equity”)

Siguiendo esta técnica, valoraremos el capital descontando los flujos de caja para el accionista al coste del capital.

$$\text{Valor del capital} = \sum_{t=1}^n \frac{FCA_t}{(1 + Ke)^t}$$

Al principio de este punto hicimos referencia a la dificultad de estimar los flujos de caja cuando el CAPEX y las NOF no son fácilmente identificables. Sin embargo, podemos estimar los flujos de cada para el accionista en los bancos si definimos la reinversión de manera diferente. El flujo de caja para el accionista es el flujo de cada que queda a los socios de capital tras el pago de la deuda y las necesidades de reinversión.

En los bancos, la reinversión no se realiza en edificios, maquinaria u otros activos fijos sino que la inversión principal se realiza en cumplimiento de los requisitos del ratio de “capital regulatorio”²¹.

$$\text{Ratio de capital (\%)} = \frac{\text{Capital}}{\text{Total Activo}}$$

Consiste en un requisito determinado por las autoridades regulatorias que obliga a mantener capital en función de un porcentaje sobre el total de activos propiedad del banco. Este requisito limita en gran medida el crecimiento futuro. Así, podemos definir el flujo de caja para el accionista como,

$$FCA = \text{Beneficio Neto} - \text{Inversión en capital regulatorio}$$

Para estimar la inversión en capital regulatorio, tenemos que definir dos parámetros. Por un lado, el ratio de capital que definirá la inversión – aunque esté fuertemente determinado por las autoridades regulatorias, el ratio de capital también reflejará las decisiones del equipo gestor del banco. Así, un banco conservador mantendrá un mayor ratio de capital que un banco más agresivo – y, por otro lado, la rentabilidad de la actividad, definida en términos de beneficio neto.

²¹ P.e., un banco con un ratio de capital del 5% podrá otorgar 100€ de préstamos (activo) por cada 5€ de capital. Solo podrá aumentar este ratio si realiza nuevas inversiones en capital, ya sea vía aumento de capital o vía beneficios no distribuidos.

3.3.1.4. Exceso de rentabilidad (“Excess return”)

El tercer enfoque de descuento de flujos de caja consiste en utilizar un método que mida el exceso de rentabilidad. En este modelo, el valor de una empresa puede establecerse como la suma del capital actualmente invertido y el valor presente del exceso de rentabilidad que la empresa espera obtener en el futuro.

Como hemos dicho, dada la complejidad de definir la totalidad del capital, entendida como suma de recursos propios y ajenos, tiene más sentido enfocarse en la valoración del capital, entendido en sentido estricto, como recursos propios. Por tanto, podemos definir,

Valor del capital

= Capital invertido

+ Valor presente del exceso de rentabilidad para los accionistas

De la fórmula podemos establecer dos variables principales. Primero, una medida del capital propio actualmente invertido en el banco. Segundo, y más complejo, el exceso de rentabilidad esperado para los accionistas en el futuro.

Es práctica habitual medir la primera variable por el valor en libros del capital del banco. Si bien es verdad que el valor en libros es una medida contable y está afectada por decisiones contables, podemos defender que es una medida más fiable en un banco que en otras empresas no financieras. Por un lado, los activos de un banco, por ser valores financieros, están valorados a precio de mercado; mientras que los activos del resto de empresas se valoran a precio de adquisición o coste de producción, con lo que puede haber una gran diferencia entre su valor en libros y su valor de mercado. Por otro lado, la amortización, que suele ser un factor determinante en la determinación del valor en libros de empresas no financieras, es prácticamente irrelevante en las entidades bancarias. A pesar de esto, el valor en libros puede estar también afectado por la compra de acciones propias – autocartera – y gastos extraordinarios o no recurrentes. Por tanto, el valor en libros de un banco afectado por cualquiera de estos eventos puede infravalorar el capital realmente invertido en el negocio.

La segunda variable puede definirse en términos de rentabilidad sobre el capital invertido y coste del capital invertido.

$$\text{Exceso de rentabilidad} = (\text{ROE} - K_e) * \text{Capital invertido}$$

El ROE que planteamos no es el de períodos pasados o presentes sino el de períodos futuros. Para realizar esta estimación, es necesario llevar a cabo una labor de análisis de fortalezas y debilidades del banco así como el nivel de competencia en la industria.

En la Figura 5, se muestra la rentabilidad para los accionistas de cuatro bancos españoles: Santander, BBVA, Popular y Bankinter entre diciembre de 1991 y diciembre de 2013.

FIGURA 5. DATOS RELEVANTES DE CUATRO BANCOS ESPAÑOLES²²

(Millones de €)	SAN	BBV	POP	BKT
Capitalización 1991	2.665	3.749	1.806	818
Capitalización 2012	62.959	37.924	4.927	1.770
Capitalización 2013	73.735	51.773	8.316	4.466
Capitalización 2013 / Capitalización 1991	28	14	5	5
Incremento Capitalización 91-13	71.070	48.024	6.510	3.648
Capital "Fondos propios" 2013	71.821	45.101	11.575	3.404
Capitalización / "Fondos propios" 2013	1,03	1,15	0,72	1,31
Aumento valor accionistas	42.474	30.635	5.415	4.723
Rentabilidad accionistas simple promedio 91-13	11,4%	11,5%	3,6%	11,2%
Rentabilidad ponderada 91-13	6,0%	6,9%	10,3%	14,4%

El aspecto interesante de este modelo es que se centra en el exceso de rentabilidad. Esto es, una empresa que invierte su capital y solo obtiene la tasa de rentabilidad de mercado sobre la inversión debería ver su valor de mercado converger con el capital actualmente invertido. Siguiendo esta interpretación, una empresa que obtiene una tasa de rentabilidad por debajo de la de mercado verá su valor de mercado diluirse por debajo del verdadero valor del capital invertido. Otro aspecto interesante es que este modelo incluye en la valoración las inversiones futuras esperadas. Por tanto, es nuestra labor pronosticar no solo dónde invertirá el banco en el futuro sino también qué rentabilidad obtendrá por esas inversiones.

²² Fuente: Fernández, P. (2014). Bancos españoles. Rentabilidad para los accionistas: simple y ponderada. SSRN. Siendo las definiciones:

Capitalización: cotización de cada acción x número de acciones.

Aumento del valor para los accionistas es la diferencia entre la riqueza que poseen a final de un año y la que poseían el año anterior. Aumento del valor para los accionistas = Aumento de la capitalización + Flujos para las acciones [Dividendos + Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, recompras....) - Desembolsos por ampliaciones de capital - Conversión de obligaciones convertibles].

Rentabilidad para los accionistas = aumento del valor para los accionistas en un año / capitalización al inicio del año. La rentabilidad simple es la de un accionista que compró acciones al principio del período, no acudió a ninguna ampliación y fue reinvertiendo todos los flujos que recibió por tener sus acciones. La rentabilidad ponderada es la de todos los accionistas en su conjunto o mide un porcentaje constante.

3.3.2. Valoración basada en activos (“Asset-Based Valuation”)

El modelo de valoración basada en activos consiste en valorar los activos existentes en el patrimonio de la empresa y descontar el valor de la deuda y otro pasivo pendiente. Esta diferencia se traduce en el valor del capital propio.

$$\text{Valor del capital} = \text{Valor del activo} - \text{Valor de la deuda}$$

En el caso de un banco, este método requeriría valorar la cartera de préstamos del banco – activos – y restar los depósitos – pasivo – para estimar el valor del capital. El problema aquí surge en la valoración de la cartera de préstamos. Un enfoque podría ser la estimación de un precio al que la cartera de préstamos podría venderse en un mercado eficiente. Otro enfoque, con el que obtenemos el valor intrínseco, sería valorar la cartera en función de los flujos de caja esperados por los préstamos.

$$\text{Valor de préstamo} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Intereses de deuda}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Principal de deuda}}{(1+r)^n}$$

Donde,

Intereses de deuda = Tipo de interés x Principal x Tiempo

Principal de la deuda = Principal de la deuda a amortizar a vencimiento (n)

r = Tipo de interés de mercado

El modelo de valoración basado en activos se utiliza frecuentemente para establecer el valor de liquidación de un banco porque tiene dos limitaciones fundamentales. Por un lado, no asigna ningún valor al crecimiento futuro esperado y al exceso de rentabilidad que pueda surgir por dicho crecimiento. Por ello, es útil para el caso de bancos que se encuentren en etapa de madurez, con poco o ningún potencial de crecimiento. Por otro lado, no es un método óptimo a aplicar cuando un banco tiene distintos modelos de negocio u opera en numerosas geografías ya que los activos en cada unidad de negocio tendrían que valorarse separadamente, con diferentes flujos de ingresos y tasas de descuento.

3.3.3. Valoración relativa o de mercado (“Relative Valuation”). Múltiplos

La valoración relativa o de mercado, a través del uso de múltiplos, se considera el modo más simple de valorar una empresa. Se trata de valorar un activo mediante la observación del valor de activos comparables en relación a una variable común. La justificación de

este método es que empresas en la misma industria o compañías con características de negocio similares, deberían valorarse en el mercado en la misma base relativa a un múltiplo financiero u operativo. Esto es, el rango de valoración queda implícitamente determinado aplicando el múltiplo de las empresas comparables a la empresa objeto de valoración.

La elección de bancos comparables deberá incluir entidades con tasas de crecimiento históricas y perfil de riesgo similares.

Como hemos mantenido a lo largo del trabajo, nos centraremos en los múltiplos que reflejan el valor del capital en sentido estricto. Los dos múltiplos de capital más ampliamente utilizados son el Precio-Beneficio Neto (“Price/Earnings”, P/E) y Precio-Valor en libros (“Price to Book Value”, P/BV).

3.3.3.1. Precio – Beneficio (“Price/Earnings”, P/E)

El múltiplo P/E se mide en los bancos de la misma forma que en cualquier otra empresa:

$$\text{Múltiplo P/E} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Donde,

Precio por acción = precio de cotización más reciente en el mercado

Beneficio por acción = Beneficio neto (actual o estimado) / Número de acciones

Así, obtenemos un múltiplo de cada banco comparable y podremos calcular un múltiplo centralizado – media o mediana – de la industria. De lo anterior, asumimos que el mercado valorará los beneficios del banco de la misma manera que está valorando los beneficios del sector.

$$\text{Valor de la acción} = \text{Múltiplo P/E} \times \text{Beneficio por acción}$$

Con todo, podemos establecer que el múltiplo P/E es función de tres variables: la tasa de crecimiento de beneficio esperada, el “dividend payout ratio” y el coste del capital. Así, el múltiplo será más alto para bancos con mayor tasa de crecimiento esperado, mayor “dividend payout ratio” y menor coste de capital.

Por último, debemos tener en cuenta dos problemas específicos de las instituciones bancarias. El primer problema son las provisiones y su efecto en la volatilidad del múltiplo. El cargo que los bancos realizan para pérdidas por préstamos incobrables va

contra el beneficio del ejercicio, reduciendo el denominador y aumentando artificialmente el múltiplo. Así, los bancos más conservadores registrarán menores beneficios y tendrán un múltiplo más elevado que los bancos más agresivos, que realizan menor aportación a provisiones.

El segundo problema aparece cuando analizamos bancos que operan en distintas líneas de negocio y están diversificados. El precio que un inversor está dispuesto a pagar por cada euro de beneficio de la actividad de préstamos es muy distinto al múltiplo que el mismo inversor estaría dispuesto a pagar por la actividad de banca de inversión. La razón principal es que cada modelo de negocio tiene características de riesgo, crecimiento y rentabilidad diferentes. De este modo, se hace tarea compleja encontrar verdaderos bancos comparables cuando las entidades bancarias ostentan proporciones distintas en su combinación de negocios.

3.3.3.2. Precio – Valor en libros (“Price to Book Value”, P/BV)

En la industria bancaria, el múltiplo P/BV ofrece mayor estabilidad que el P/E. Podemos definirlo como

$$P/BV = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Valor en libros del capital por acción}}$$

Donde,

Precio por acción = precio de cotización más reciente en el mercado

Valor en libros del capital por acción = Valor en libros del capital / número de acciones

De la misma forma que con el múltiplo P/E, obtenemos un ratio de cada banco comparable y podremos calcular un múltiplo centralizado – media o mediana – de la industria. De lo anterior, asumimos que el mercado valorará el capital del banco de la misma manera que está valorando el capital para los bancos participantes en la industria.

$$\text{Valor del capital} = \text{Múltiplo P/BV} \times \text{Valor en libros del capital}$$

Así las cosas, podemos establecer cuatro variables principales como determinantes del múltiplo P/BV: tasa de crecimiento del beneficio esperado, “dividend payout ratio”, coste del capital y ROE. De las cuatro, el ROE es el que tiene mayor impacto sobre el múltiplo. De hecho, a través del ROE podemos llegar a lograr una relación matemática entre el múltiplo P/BV y el múltiplo P/E.

$$P/BV = \frac{\text{Capitalización}}{\text{Valor en libros}} = \frac{P \times N}{BV \times N} = \frac{P \times BPA}{BV \times BPA} = \frac{P}{BPA} \times \frac{BPA}{BV} = P/E \times ROE$$

El múltiplo P/BV es el producto del múltiplo P/E y el ROE. El múltiplo P/E es un indicador del crecimiento esperado del beneficio y del nivel de riesgo, pero no nos dice nada sobre el actual nivel de beneficio, sea alto o bajo. El múltiplo P/BV, sin embargo, no solo incorpora el múltiplo P/E sino que también incluye el actual nivel de ROE. Por ello, podemos concluir que el P/BV es mejor indicador de creación de valor, siempre teniendo en cuenta que es una medida relativa y no nos informa sobre el tamaño del banco o la cantidad de capital invertido.

3.4. Resumen

La Figura 6 muestra las ventajas y desventajas de los distintos métodos de valoración, con su enfoque en entidades bancarias, que se han ido revelando durante la exposición. Es preciso mencionar que cada uno de los métodos será aplicable de manera más precisa en un determinado rango de situaciones.

FIGURA 6. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS DISTINTOS MÉTODOS²³

Método de Valoración	Ventajas	Desventajas
Valoración por descuento de flujos de caja	<ul style="list-style-type: none"> - Mide el efecto de las expectativas futuras - Mide el rendimiento en el mercado - Flexible para introducir cambios - Gran apoyo teórico y académico y amplia utilización práctica 	<ul style="list-style-type: none"> - Los resultados pueden ser discutibles, ya que requiere proyecciones de beneficio futuro y estimaciones sobre la tasa de descuento - Basado parcialmente en probabilidades y experiencia - Introduce elementos subjetivos - Los resultados pueden ser fácilmente manipulados

²³ Elaboración propia.

<p>Valoración basada en activos</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Fácil de entender - Uso práctico - No requiere estimaciones ni asunciones 	<ul style="list-style-type: none"> - Valoración simple - Requiere información interna - No considera perspectivas de largo plazo - Difícil de aplicar cuando el banco opera distintos modelos de negocio
<p>Valoración relativa o de mercado</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Utiliza datos observables - Aplicación simple, pues obtiene estimaciones del valor de múltiplos relativamente sencillos - No se apoya en estimaciones - Recoge el efecto de las reacciones del mercado a los resultados operativos 	<ul style="list-style-type: none"> - La mayor parte de asunciones están ocultas - Alta volatilidad, en el caso del múltiplo P/E - Problemática en la elección de empresas comparables - Basado en la situación actual, no recoge expectativas a largo plazo

3.5. ¿Qué modelo captura las características específicas del negocio bancario?

Como se ha dicho a lo largo de la exposición, en un banco no podemos valorar por separado las decisiones operativas y las decisiones de financiación porque son las principales actividades del negocio bancario. Por ello, necesitamos valorar los flujos de caja para el accionista, que incluyen tanto los flujos de caja operativos como los financieros. Por ello, entendemos que el modelo que mejor captura las específicas características del negocio bancario es el descuento de flujos de caja para el accionista.

$$Valor\ del\ capital = \sum_{t=1}^n \frac{FCA_t}{(1 + Ke)^t}$$

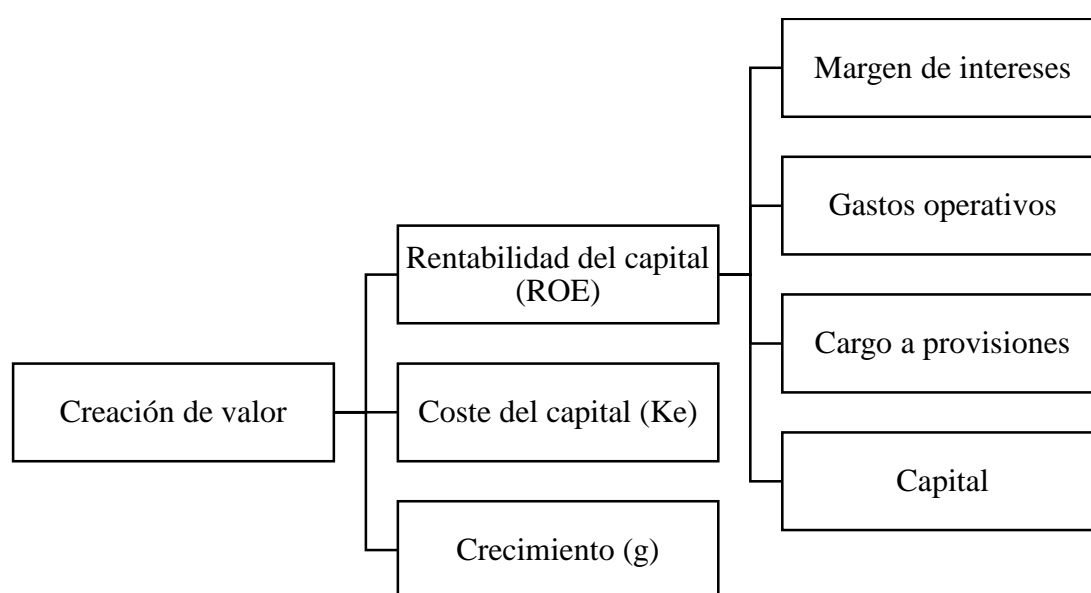
Donde,

$$FCA = Beneficio\ Neto - Inversión\ en\ capital$$

El beneficio neto representa los fondos teóricamente disponibles para los accionistas tras el pago de todos los gastos, incluidos los de los depositantes. Sin embargo, el beneficio

neto no constituye un flujo de caja por sí mismo. A medida que un banco crece, necesitará incrementar e invertir en su capital – en parte por necesidades propias del negocio y en parte por requisitos regulatorios – para incrementar su solvencia. Los aumentos de capital suponen un menor flujo de caja para los accionistas porque implican que el banco está emitiendo más acciones – diluyendo su participación – o reteniendo beneficios que, de otra forma, se pagarían vía dividendos. Además, el modelo de descuento de flujos de caja para el accionista captura las principales variables de creación de valor en banca, que se pueden resumir en el siguiente cuadro.

FIGURA 7. ÁRBOL DE CREACIÓN DE VALOR EN UN BANCO²⁴



Por ello, podemos afirmar que, de todos los enfoques que se han presentado, el método de valoración por descuento de flujos de caja para el accionista es aquel cuyo uso captura mejor las características específicas del negocio bancario. Podemos llamarlo “modelo de valoración fundamental”, no solo porque presenta un marco de valoración claro y exhaustivo sino también porque recoge las variables fundamentales que crean valor en el negocio bancario y nos permite evaluar la gestión de riesgo, el desarrollo operativo y rentabilidad de un banco. A pesar de lo anterior, ninguno de los métodos que hemos analizado captura y refleja posibles contingencias en el desarrollo operativo de un banco ni posibles alteraciones en el marco reglamentario que regula su actividad.

²⁴ Fuente: Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley Finance.

4. CONCLUSIONES

Los principios básicos de la valoración financiera aplican por igual tanto a instituciones financieras como a cualquier otro tipo de empresa. Sin embargo, hay ciertos aspectos específicos de las entidades bancarias que afectan a su valoración. La primera es la deuda, que para un banco es difícil de definir y medir, haciendo muy compleja la estimación del valor de empresa o del coste de capital. Como consecuencia, es más accesible valorar el capital entendido de manera estricta – fondos propios – directamente descontando los flujos de caja para el accionista al coste de los fondos propios. La segunda es que la inversión en capital (CAPEX) y las necesidades operativas de financiación (NOF), que son elementos necesarios para estimar los flujos de caja, no son fácilmente estimables en instituciones bancarias. De hecho, gran parte de la reinversión que se da en estas entidades se cataloga como gastos operativos. Por tanto, para estimar los flujos de caja para el accionista, debemos utilizar los dividendos – asumiendo que lo que no se ha pagado como dividendo es la reinversión – o añadir al beneficio neto los aumentos de capital que se realicen año a año.

Incluso si optamos por la valoración con múltiplos, podemos encontrarnos con los mismos problemas. Las dificultades asociadas a la definición de la deuda hacen que los múltiplos de fondos propios – P/E o P/BV – sean más apropiados para comparar entidades financieras que múltiplos de valor de empresa. Al realizar estas comparaciones, siempre deberemos controlar las diferencias en las variables fundamentales – riesgo, crecimiento, flujos de caja, calidad de préstamos – que afectan al valor.

Asimismo, las limitaciones y el marco regulatorio afectan a la valoración de estas entidades. En ciertos casos, determinadas restricciones sobre la competencia permiten a las entidades financieras obtener retornos extraordinarios y, por ende, aumentar su valor. En otros casos, las mismas autoridades regulatorias restringen potenciales retornos que una entidad podría obtener a través de numerosas restricciones, especialmente las relativas a los requisitos de mantenimiento de ratios de capital principal.

Con todo, en este trabajo se ha pretendido ofrecer una visión general de los distintos métodos de valoración aplicables a los bancos. Tras el análisis de los problemas y retos de la valoración de entidades bancarias, podemos afirmar que la banca está entre los negocios más difíciles de valorar. Generalmente, la valoración de entidades financieras

se ha considerado compleja e insuficientemente estudiada, pero la crisis financiera de 2008 ha resultado en un creciente interés sobre la materia.

Como hemos visto, existen una gran variedad de técnicas de valoración empleadas en la práctica profesional y académica pero no hay un método que claramente domine sobre los demás. De hecho, como cada uno de ellos tiene ventajas e inconvenientes, resulta un buen enfoque para una completa y exhaustiva valoración la consideración de varios métodos de manera simultánea. A pesar de que hemos definido el método de valoración por descuento de flujos de caja al accionista como el método de valoración que mejor captura las específicas características del negocio bancario, incluso un estudio preliminar como el que hemos ofrecido en este trabajo, resalta la necesidad de investigación de métodos de valoración más innovadores que detecten y reflejen los cambios en el rendimiento operativo de las entidades bancarias y el marco regulatorio que las gobierna.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Allayannis, G. (2009). Bank Valuation Issues. *Darden Case No. 158*, 56-84.
- Bodie, Z. (2009). *Investments*. Tata McGraw-Hill Education.
- Damodaran, A. (2013). Valuing Financial Service Firms. *Journal of Financial Perspectives*, Vol. 1, Issue 1, 59-74.
- Deev, O. (2011). Methods of Banks Valuation: A Critical Overview. *Financial Assets and Investing No. 3* 18-81.
- Dermine, J (2009). *Bank Valuation and Value-Based Management: Deposit and Loan Pricing, Performance Evaluation, and Risk Management*. McGraw-Hill.
- Dermine, J. (2008). Bank Valuation, with an Application to the Implicit Duration of Non-Maturing Deposits. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, Forthcoming.
- Fernández, P. (2014). Bancos españoles. Rentabilidad para los accionistas: simple y ponderada. *SSRN*.
- Franceschi, L.F. (2008). Valuations of Banks in Mergers. *ICFAI Journal of Mergers & Acquisitions*, Vol. 5 Issue 3, 7-44.
- Huizinga, H. and Laeven, L. (2010). Bank Valuation and Regulatory Forbearance During a Financial Crisis. *European Banking Center Discussion Paper No. 2009*, 17-32.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley Finance.
- López, F.J. y Berastain, C. (2010). Valoración fundamental en entidades financieras. *Análisis Financiero*, 112, 58-64.
- Masari, M. and Gianfrate, G. (2014). *The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Measure the Value of Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions*. Wiley Finance.
- McCallum, S. (2009). Bank Valuations: a Tough Environment for Banker and Valuers. *The Value Examiner*, 19-25.

Menéndez, A. y Rojo, Á. (2013). *Lecciones de Derecho Mercantil*. Thomson Reuters Civitas.

Roldán, J.M. (2012). The Spanish Banking Sector Investor Presentation. Banco de España

Sebastian, A. y López, J. (2001). *Gestión bancaria: los nuevos retos en un entorno global*. McGraw-Hill.

