

*La fonte ispiratrice di questo libro è un articolo sulla
valutazione delle Sim scritto nel 1996 con l'amico Paolo Sella
e pubblicato poco dopo la sua prematura scomparsa.*

*A Paolo ci lega un affettuoso ricordo,
che il tempo non ha potuto scalfire*

*Roberto Moro Visconti
Massimo Paolo Gentili*

La valutazione degli intermediari finanziari

*Sim, Sgr, fondi d'investimento,
hedge fund, fondi immobiliari,
private equity, venture capital,
Sicav, fiduciarie, holding,
money transfer, securitization*



EDIBANK

SOMMARIO

STRUMENTI

© Copyright 2005
Bancaria Editrice

BANCARIA EDITRICE
Divisione di ABIServizi Spa
Via della Cordonata, 7
00187 Roma
Tel. (06) 6767.391-2-3-4-5
Fax (06) 6767.397
Milano, Via della Posta, 7 - Tel. 02/72101.221
www.bancariaeditrice.it
servizioclienti@bancariaeditrice.it

Prima edizione: giugno 2005

ISBN 88-447-0332-6

Progetto grafico: Investment & Banking

È vietata la riproduzione, anche parziale, effettuata con qualsiasi mezzo, compresa la fotocopia a uso interno o didattico, non autorizzata.
L'Editore potrà concedere a pagamento l'autorizzazione a riprodurre una porzione non superiore a un decimo del presente volume. Le richieste di riproduzione vanno inoltrate all'Associazione Italiana per i Diritti di Riproduzione delle Opere dell'Ingegno (AIDRO), via delle Erbe 2, 20121 Milano, tel. e fax 02/809506.

INTRODUZIONE	13
1 LA VALUTAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI: ASPETTI INTRODUTTIVI	15
1.1 Finalità della valutazione delle aziende	15
1.2 Il metodo patrimoniale semplice e complesso	17
1.3 Il metodo reddituale	22
1.3.1 Stima del reddito normale	23
1.3.2 Scelta del tasso di capitalizzazione	24
1.3.3 Scelta della formula di capitalizzazione	25
1.4 Il metodo misto patrimoniale – reddituale	26
1.5 Il metodo finanziario	30
1.6 Moltiplicatori di borsa e altri metodi empirici	34
1.7 Innovazione finanziaria e creazione e migrazione del valore per gli intermediari	39
1.8 Asset & Liability management negli intermediari finanziari sensibili al rischio di tasso di interesse	43
1.9 La valutazione degli intermediari finanziari stand alone e captive	47
1.10 La valutazione delle branch di intermediari finanziari esteri	49
2 IMPATTO DEL FAIR VALUE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI SULLA VALUTAZIONE	51
2.1 IAS 39: ambito di applicazione	51
2.2 Strumenti finanziari: classificazione e valutazione	52
2.2.1 Classificazione degli strumenti finanziari	55
2.2.2 Valutazione degli strumenti finanziari	60
2.3 Operazioni di copertura: contabilizzazione e valutazione	63
2.4 Impatto della valutazione al fair value	

	sul patrimonio netto e sui flussi finanziari e reddituali	66		4.5 Il metodo patrimoniale complesso empirico	115
				4.5.1 La correzione reddituale	119
3	LA VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ FIDUCIARIE STATICHE	71		4.6 La valutazione delle Sim captive	120
	3.1 Le società fiduciarie: aspetti introduttivi e normativi	71		4.7 Un caso pratico di valutazione	122
	3.2 Le attività caratteristiche e le modalità di svolgimento del mandato	75	5	LA VALUTAZIONE DELLE SGR TRADIZIONALI	137
	3.3 L'attività di organizzazione e di revisione contabile	78		5.1 Le società di gestione del risparmio nel mercato italiano: aspetti introduttivi	137
	3.4 Schemi di bilancio di società fiduciarie: il prospetto allegato al bilancio	79		5.2 Gli schemi di bilancio delle Sgr	140
	3.5 La valutazione di una fiduciaria statica: il metodo patrimoniale complesso empirico con stima autonoma dei value drivers	82		5.3 La valutazione delle Sgr: panoramica dei metodi di valutazione maggiormente rappresentativi	144
	3.5.1 Autorizzazione a operare	84		5.3.1 Metodo patrimoniale	145
	3.5.2 Il portafoglio fiduciario: commissioni su mandati fiduciari	85		5.3.2 Metodo reddituale	147
	3.5.3 Professionalità impiegate nella fiduciaria	85		5.3.3 Metodi misti	149
	3.5.4 Rapporti con le società controllanti, controllate e collegate e rete di vendita	86		5.4 La determinazione del tasso di capitalizzazione e l'analisi della redditività	150
	3.6 Il Family Office come attività autonoma delle società fiduciarie	87		5.5 Il metodo patrimoniale complesso empirico	153
				5.5.1 Capitale umano	154
4	LA VALUTAZIONE DELLE SIM	93		5.5.2 Valore del portafoglio commissioni della massa gestita	156
	4.1 Aspetti introduttivi	93		5.5.3 La correzione reddituale	158
	4.1.1 I requisiti	97		5.6 Gestione individuale e collettiva: aspetti valutativi	159
	4.2 Tipologie di Sim	99		5.7 Case-study: valutazione di una Sgr	160
	4.3 Cenni sui bilanci delle Sim	101		5.7.1 Determinazione del patrimonio netto rettificato	162
	4.4 La valutazione delle Sim: aspetti introduttivi	108		5.7.2 Valorizzazione dei beni immateriali	163
	4.4.1 Metodi patrimoniali	108		5.8 La valutazione delle Sgr immobiliari, speculative e di private equity e venture capital: rinvio	168
	4.4.2 Metodi reddituali	110	6	LA VALUTAZIONE DELLE SGR SPECULATIVE: HEDGE FUND E FUND OF HEDGE FUNDS	169
	4.4.3 Metodi misti	111		6.1 Gli hedge fund: aspetti introduttivi	169
	4.4.4 Determinazione del tasso di capitalizzazione e analisi delle redditività	112		6.2 I fondi speculativi nel mercato italiano: le società di gestione del risparmio speculative	173

6.3	La costituzione di un hedge fund: struttura organizzativa tipica	177	8.6	Le commissioni di ingresso, di gestione e di incentivo a favore della società di gestione	244
6.4	Le strategie di investimento degli hedge fund	184	8.7	Il metodo patrimoniale complesso e la valutazione del fondo immobiliare	245
6.5	I fund of hedge funds	187			
6.6	Business model di un fondo di fondi hedge	192			
6.7	Gli schemi di bilancio di una Sgr speculativa	193			
6.8	La valutazione di un hedge fund: il metodo patrimoniale complesso empirico	196	9	LA VALUTAZIONE DELLE SICAV LUSSEMBURGHESE	249
6.8.1	Autorizzazione a operare	198	9.1	Le Sicav di diritto lussemburghese	249
6.8.2	Creazione di un team di gestori (scelta di make or buy)	199	9.2	Le “Sicav Parte I” e le “Sicav Parte II”	252
6.8.3	Le commissioni di gestione e di performance	201	9.3	Le Sicar	254
6.8.4	L’exit date e la redemption fee	203	9.4	La costituzione delle Sicav: Sicav autogestite e Sicav con società di gestione esterna	256
			9.5	I soggetti coinvolti	259
7	IL CLOSED END FUND PUZZLE E LA VALUTAZIONE DEI FONDI MOBILIARI CHIUSI	205	9.6	La distribuzione in Italia delle Sicav di diritto lussemburghese	261
7.1	I fondi mobiliari chiusi	205	9.7	Elementi di valutazione delle Sicav	263
7.2	Il Net Asset Value e la valutazione di un fondo chiuso	208	9.7.1	Le commissioni	265
7.3	Il “closed end fund puzzle”	210	9.7.2	Capitale umano e tecnico	266
7.3.1	I costi di agenzia	212	9.7.3	Autorizzazione a operare	267
7.3.2	La scarsa liquidità dei titoli presenti nel fondo	213			
7.3.3	Gli obblighi fiscali sui capital gain	214	10	INVESTIMENTO IN CAPITALE DI RISCHIO E CREAZIONE DI VALORE: VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY	269
7.3.4	Il sentiment degli investitori	214	10.1	Capitale di rischio per la crescita: ruolo del venture capital, del private equity e dei business angels	269
8	LA VALUTAZIONE DEI FONDI IMMOBILIARI	219	10.2	Le tipologie di investimento	272
8.1	I fondi immobiliari di diritto italiano: quadro normativo	219	10.2.1	I finanziamenti di start-up e l’attività del venture capital	273
8.2	Le caratteristiche dei fondi immobiliari	221	10.2.2	I finanziamenti per l’espansione e lo sviluppo: il ruolo del private equity e il bridge financing	274
8.3	Il mercato dei fondi immobiliari in Italia	228	10.2.3	I finanziamenti del cambiamento e la modifica degli assetti proprietari delle imprese	276
8.4	Analisi del rendiconto dei fondi immobiliari	231	10.3	Il processo di investimento e le fasi che lo costituiscono	277
8.5	Business model dei fondi immobiliari	239			

10.4	La catena del valore in presenza di asimmetrie informative e capital rationing	279			
10.5	Valutazione prospettica della società target (venture backed) e peculiarità dei flussi di cassa delle start-up	282			
10.6	Valutazione dei portafogli di start-up venture backed con i reticoli binomiali	285			
10.7	Modalità tecniche di ingresso nella società venture backed	288			
10.8	Impatto dei patti parasociali sulla valutazione	291			
10.9	Il valore di break up e la svalutazione della partecipazione	294			
10.10	Quotazione in borsa e altre modalità di exit	297			
10.11	Creazione di valore con la quotazione ed eliminazione del lack of marketability discount	299			
10.12	Valutazione del portafoglio di partecipazioni con il metodo del Net Asset Value	300			
11	LA VALUTAZIONE DELLE HOLDING	303			
11.1	La normativa di riferimento	303			
11.2	Valutazione delle holding pure	310			
11.3	Holding discount e premio di maggioranza	314			
11.4	Premio di maggioranza e azionisti di riferimento della holding	324			
11.5	Valutazione delle holding miste	327			
11.6	Impatto del regime fiscale delle holding sui modelli di valutazione	331			
	11.6.1 Valutazione del patrimonio netto effettivo e applicabilità della participation exemption	332			
	11.6.2 Demoltiplicatore della catena di controllo e applicabilità ai gruppi piramidali delle norme sul consolidato fiscale	334			
11.7	Allocazione del debito e impatto sulla valutazione	335			
			12	LA VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ DI BROKERAGGIO ASSICURATIVO E RIASSICURATIVO	339
			12.1	Modelli di business e value drivers delle società di brokeraggio assicurativo	339
				12.1.1 La normativa di riferimento	339
				12.1.2 Il settore di attività	340
				12.1.3 Il ruolo del broker rispetto all'agente assicurativo	344
				12.1.4 Value drivers e modelli di business nell'intermediazione del rischio assicurabile	345
			12.2	Redditività dei broker	352
			12.3	Il metodo patrimoniale complesso empirico: moltiplicatore delle commissioni e valore del portafoglio intermediato	355
				12.3.1 Profili di criticità del moltiplicatore in presenza di una struttura di costi non standardizzata	360
			12.4	Metodo (complementare) di mercato e moltiplicatore di margini di redditività operativa	362
			12.5	Le società di brokeraggio riassicurativo: modelli di business e value drivers	363
				12.5.1 Le commissioni di brokeraggio riassicurativo	369
				12.5.2 Il ciclo finanziario e gli interessi a titolo di fiduciary income	370
				12.5.3 Applicabilità del moltiplicatore delle commissioni e dei margini di redditività operativa	371
			13	LA VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ DI SERVIZI DI PAGAMENTO E REMITTANCE (MONEY TRANSFER)	373
			13.1	L'attività di prestazione di servizi di pagamento	373
			13.2	L'evoluzione dei servizi di pagamento: i pagamenti on line	375

13.3	Il servizio di remittance: business model	378
13.4	Problematiche del money transfer legate al riciclaggio di denaro	383
13.5	Schemi di bilancio e valutazione di società di money transfer	387
13.5.1	Portafoglio commissioni di trasferimento	390
13.5.2	Autorizzazione a operare	390
13.5.3	Struttura del servizio di remittance	391
14	LA VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ DI SERVICING NELLE CARTOLARIZZAZIONI	395
14.1	La cartolarizzazione dei crediti	395
14.2	La normativa italiana di riferimento	398
14.3	I principali flussi di cassa originati dalla cartolarizzazione e i soggetti coinvolti	402
14.4	Il ruolo del servicer nelle operazioni di cartolarizzazione	404
14.5	Schemi di bilancio delle società di servicing	408
14.6	La valutazione delle società di servicing	412
14.6.1	Portafoglio mandati	414
14.6.2	Capitale tecnico	414
15	I SISTEMI DI GOVERNANCE E DI CONTROLLO INTERNO: MERI COSTI DI COMPLIANCE O FONTI DI VANTAGGIO COMPETITIVO?	419
15.1	Sistemi di governance	419
15.1.1	Fonti normative	420
15.1.2	Il flusso di delega e di reporting	422
15.2	Sistemi di controllo interno	424
15.2.1	Fonti normative	426
15.2.2	I controlli di linea	426
15.2.3	I controlli di secondo e terzo livello	427
15.3	I vantaggi competitivi	431
	BIBLIOGRAFIA	433



INTRODUZIONE

La rapida evoluzione della disciplina legislativa del settore creditizio e finanziario ha determinato, nel corso degli anni, un profondo mutamento della struttura e dell'ambito di operatività degli intermediari finanziari.

Tale evoluzione ha portato alla nascita di nuove figure di intermediari finanziari (le Sim, le Sgr tradizionali o speculative o a capitale ridotto, le società di *money transfer*, i *servicer* nelle operazioni di cartolarizzazione, ecc.), che rispondono ai crescenti bisogni di un mercato sempre più sofisticato e articolato, e alla creazione di nuove tipologie di fondi comuni di investimento (aperti, chiusi, armonizzati e non armonizzati, riservati, immobiliari, speculativi, a capitale garantito, di *private equity* e *venture capital*, ecc.).

Parallelamente alla nascita di nuovi soggetti e prodotti, gli intermediari da tempo presenti sul mercato hanno rivisitato la propria struttura e il proprio modello originario di business, adattandoli alle mutate esigenze di mercato: in questo contesto emergono le sinergie tra le società fiduciarie statiche e i *family offices*, le strutture di *private banking*, i broker assicurativi, portatori di innovative modalità di intermediazione del rischio o, ancora, le holding che gestiscono in maniera dinamica il portafoglio di partecipazioni, sconfinando talvolta nel *private equity*.

Il fenomeno evolutivo non è, ovviamente, limitato all'Italia, ma è esteso a tutti i paesi europei, in quanto ha radici nella normativa comunitaria: le direttive dell'Unione europea, infatti, essendo volte a favorire l'integrazione dei mercati e l'armonizzazione degli ordinamenti dei vari paesi membri, hanno determinato un incremento dei livelli di competitività nel settore finanziario tra gli intermediari dei diversi paesi, soprattutto a seguito del riconoscimento di una sempre più ampia operatività transfrontaliera delle imprese di investimento, come dimostrato – molto recentemente – dallo sviluppo delle società di gestione del risparmio “armonizzate”.

Né si può sottovalutare l'impatto che la concorrenzialità tra operatori del settore creditizio e finanziario riveste nelle scelte di integrazione tra le diverse attività svolte, miranti a offrire un servizio finanziario globale

e integrato, di portata tale da determinare frequenti fenomeni di concentrazione di intermediari finanziari. Con riguardo a quest'ultimo aspetto, si può tra l'altro ipotizzare – per il prossimo futuro – un accentuarsi dei fenomeni di incorporazione di intermediari di nicchia in altri di maggiori dimensioni, in vista dell'implementazione nei singoli stati delle più recenti norme comunitarie. Le nuove disposizioni, infatti, imponendo elevati standard in tema di correttezza, trasparenza e presidio dei conflitti di interesse, costringeranno gli intermediari medesimi – si pensi soprattutto alle società che svolgono i servizi di investimento, di gestione collettiva e di servicing – ad affrontare costi sempre maggiori, che le singole entità *stand alone* difficilmente saranno in grado di sostenere.

In questo contesto, assume particolare rilievo la valutazione degli intermediari, che risponde a diverse finalità tra cui rilevano le operazioni straordinarie (fusioni e scissioni che richiedono la stima di un concambio, conferimenti in natura con annessa stima, permuta azionarie, ecc.), l'applicazione del diritto di recesso previsto dalla riforma societaria, la contabilizzazione al *fair value* delle attività finanziarie, facendo ricorso ai principi contabili internazionali e, più in generale, le compravendite che hanno per oggetto diverse tipologie di intermediari.

La valutazione ha come presupposti conoscitivi un'accurata analisi del modello di business dell'intermediario e la capacità di creare valore in un'ottica non contingente, ottimizzando le sinergie tra *value drivers* “patrimoniali” (quali la massa gestita, il portafoglio clienti, il portafoglio titoli, ecc.), “economici” (margini di interesse o intermediazione, EBITDA, EBIT, *pre-tax profit*, ecc.) e “finanziari” (*cash flow* operativi e netti). Alla luce di quanto sopra, è agevole concludere come sia sempre più frequente il ricorso all'attività di valutazione degli intermediari finanziari: di tale attività, che ha come punto di partenza l'analisi dei dati contabili e come punto di arrivo la stima del *market value*, si fornirà una descrizione nelle pagine che seguono, corredata da esempi e considerazioni pratiche, in un ambito interdisciplinare che recepisce anche la natura giuridica dei singoli intermediari oggetto di valutazione.

Desideriamo ringraziare sentitamente Marco Palumbo, socio della PricewaterhouseCoopers, nonché Laura Agudio, Tiziana Barzizza, Francesca Bressani Doldi, Marina Mastrangelo, Marco Petronio e Roberto Rondelli, che ci hanno fornito un valido e prezioso supporto nell'elaborazione di questo libro.