

Massimo Paolo Gentili e Roberto Moro Visconti

La valutazione delle Sgr

BANCHE E BANCHIERI

RIVISTA DELLA ASSOCIAZIONE NAZIONALE BANCHE PRIVATE

ANNO XXXI - N. 3

MAGGIO/GIUGNO 2004

(ESTRATTO)

LA VALUTAZIONE DELLE SGR

MASSIMO PAOLO GENTILI e ROBERTO MORO VISCONTI

EDIMBRO

1. LE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO NEL MERCATO ITALIANO: ASPETTI INTRODUTTIVI
2. GLI SCHEMI DI BILANCIO DELLE SGR
3. LA VALUTAZIONE DELLE SGR: UNA PANORAMICA DELLE FINALITÀ E DEI METODI DI VALUTAZIONE MAGGIORMENTE RAPPRESENTATIVI
4. LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE E L'ANALISI DELLA REDDITIVITÀ
5. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO "EMPIRICO"
6. GESTIONE INDIVIDUALE E COLLETTIVA: ASPETTI VALUTATIVI
7. CASE-STUDY: VALUTAZIONE DI UNA SGR NON SPECULATIVA
8. CONCLUSIONI

1. LE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO NEL MERCATO ITALIANO: ASPETTI INTRODUTTIVI

Nel corso degli ultimi anni il settore dell'*asset management* in Italia è stato caratterizzato da un rilevante incremento del tasso di innovatività e di sviluppo, finalizzato alla ricerca di prodotti sempre nuovi e appetibili per il mercato.

Il risparmio collettivo¹ ha preso avvio nel nostro paese intorno alla fine degli anni Sessanta, con i primi rudimentali, quanto fallimentari, fondi di investimento atipici. A questo infelice esordio è seguita la costituzione dei fondi di diritto lussemburghese, promossi da intermediari italiani. Nonostante l'interesse del mercato verso queste nuove forme di investimento, il legislatore italiano è intervenuto in materia, per la prima volta, con la legge n.77 del 23 marzo 1983, disciplinando i fondi comuni di investimento mobiliare. Per parlare di una vera innovazione rispetto al passato, si è dovuta aspettare l'entrata in vigore del d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, noto anche come "Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" (TUF), normativa tutt'oggi in continua evoluzione, che ha introdotto nel panorama finanziario italiano la figura della Società di gestione del risparmio²(SGR).

Attività caratteristica della SGR è la gestione collettiva del risparmio, definita dal TUF come quel servizio che si realizza attraverso:

1. la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti;
2. la gestione del patrimonio di OICR (Organismi di investimento collettivo del risparmio), di pro-

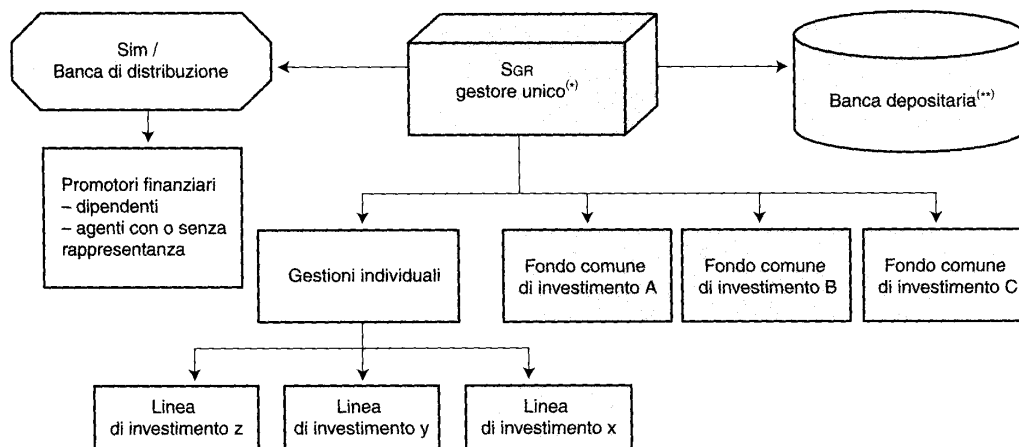
MASSIMO PAOLO GENTILI: dottore commercialista e revisore contabile in Milano. Partner TMF Garlati & Gentili. ROBERTO MORO VISCONTI: docente di Finanza aziendale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore; dottore commercialista e revisore contabile in Milano.

Pur essendo il presente studio frutto di un comune lavoro, i parr. 2, 6 e 7 sono da attribuire prevalentemente a Gentili M.P. e i parr. 3, 4 e 5 a Moro Visconti R. Gli autori ringraziano la dott.ssa Laura Agudio per gli utili suggerimenti.

1. Si definisce risparmio collettivo la confluenza di capitali dei singoli risparmiatori in un unico portafoglio amministrato da un gestore. La SGR gestisce il portafoglio in assoluta autonomia, ma nel rispetto del regolamento del fondo di investimento.

2. Si tratta di società per azioni, con sede legale e direzione generale in Italia.

FIGURA 1 – SCHEMA DEI FLUSSI DI UNA SGR



(*) La SGR può, ex art. 55 delibera Consob 11522, collocare direttamente quote di fondi comuni di investimento propri o di Oicr gestite dalle SGR.

(**) La banca depositaria deve essere diversa dalla banca di distribuzione. Compiti specifici della banca depositaria sono l'attività di custodia degli strumenti finanziari e della liquidità, l'esecuzione delle istruzioni della SGR e il controllo sulla legittimità dell'operato del gestore, nonché l'accertamento della correttezza del calcolo del valore delle quote del fondo. Il d.lgs. 1° agosto 2003 n. 274, ha introdotto la possibilità per la SGR di delegare alla banca depositaria l'effettuazione del calcolo del NAV (Net asset value).

pria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente a oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili.

Oltre al servizio di gestione collettiva del risparmio, le SGR, in qualità di intermediari finanziari, possono svolgere le seguenti attività:

- gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi;
- istituzione e gestione di fondi pensione;
- servizi connessi o strumentali stabiliti dalla Banca d'Italia, sentita la Consob;
- servizi accessori.

Alla SGR è, quindi, consentito assumere il ruolo di "gestore unico", ovvero di un intermediario abilitato a esercitare contestualmente sia attività di gestione individuale, sovrapponendosi al ruolo già svolto da Sim e istituti bancari, sia attività di gestione collettiva, riservata a SGR e Sicav.

Con l'attività di gestione collettiva, la SGR amministra un unico patrimonio costituito dagli apporti di una pluralità di investitori.

Con la gestione individuale, invece, la società offre un servizio "su misura" a ciascun cliente, realizzando le scelte di investimento ottimali, nell'ambito delle strategie concordate con il cliente e tenendo

distinti e ben separati i singoli portafogli (figura 1). Dalla loro istituzione normativa si è registrata una crescita verticale nel numero delle SGR, con 155 società presenti nel panorama finanziario italiano al 31 marzo 2004. Contemporaneamente si sono manifestati forti fenomeni di crescita del grado di concentrazione dell'industria della gestione del risparmio, con circa il 50% del mercato dei fondi comuni di investimento³ controllato dai primi 3 gruppi finanziari italiani. Il patrimonio sottoscritto nei fondi di diritto italiano ed estero gestiti da intermediari italiani ha subito una rapida accelerazione negli anni seguenti l'entrata in vigore del Testo Unico, in parte a causa anche del moltiplicarsi del numero dei fondi stessi e della creazione di nuove tipologie di fondi⁴.

Non è poi da trascurare, nel corso dell'ultimo biennio, il rimpatrio di capitali provenienti dall'estero, come conseguenza della disciplina dello scudo fiscale. Questo sforzo innovativo registrato nel settore delle gestioni patrimoniali, individuali

3. Assogestioni (2003), *Guida Italiana al risparmio gestito*, Fact Book.

4. Fonte Assogestioni (anni vari), *dati e statistiche, dati storici*.

e collettive, deve, però, necessariamente convivere con un contesto congiunturale, certamente non sempre favorevole, assunto dai mercati finanziari internazionali negli ultimi anni, e con una sempre maggiore incertezza e volatilità dei mercati azionari, che spesso non hanno potuto supportare con risultati di gestione positivi le spinte evolutive del comparto.

La recente nascita di altre tipologie di SGR, oltre alla così detta SGR tradizionale, quali la SGR speculativa⁵, la SGR a capitale ridotto e inoltre la proliferazione di nuove tipologie di fondi d'investimento (immobiliari, a capitale garantito, *private equity*, ecc.) ha ulteriormente accentuato l'interesse verso una corretta valorizzazione di questa tipologia di intermediari.

Il presente scritto si limita a esaminare le SGR di tipo "tradizionale"⁶, e ad analizzare le caratteristiche tipiche delle stesse, escludendo quelle che possono essere considerate le distorsioni amministrative e di bilancio dovute all'appartenenza delle società a gruppi bancari e/o assicurativi.

Nel par. 2 verranno sinteticamente analizzati gli schemi di bilancio delle SGR⁷, in via propedeutica rispetto alle problematiche di valutazione. L'argomento della valutazione delle SGR verrà introdotto dapprima nel par. 3, attraverso una panoramica generale della dottrina, a oggi ormai consolidata, in materia di criteri di valutazione delle imprese e un'analisi dei principi di valutazione maggiormente utilizzati. I parr. 4 e 5 saranno dedicati ad affrontare, nello specifico, il tema dei profili di rischio e rendimento delle SGR

e della determinazione del tasso di capitalizzazione nonché dell'applicabilità al caso di specie del metodo patrimoniale complesso. Nel par. 6 verrà effettuata un'analisi comparativa delle gestioni individuali e collettive e del loro impatto sulla determinazione di un corretto valore economico mentre nel par. 7 verrà sviluppato un *case study* per la valutazione di una SGR.

2. GLI SCHEMI DI BILANCIO DELLE SGR

Una corretta valutazione del capitale economico di una SGR non può prescindere dall'analisi di bilancio, effettuata adottando adeguate riclassificazioni che tengano conto delle peculiarità dell'intermediario in oggetto.

A differenza di quanto avviene per le società di intermediazione mobiliare, per le quali la Banca d'Italia ha elaborato una specifica normativa in materia di bilanci societari, nonché di schemi adeguati alle differenti attività esercitate ed esercitabili da parte dei citati intermediari, per le SGR non sono stati previsti specifici schemi di bilancio. Le SGR, quindi, condividono gli stessi schemi di bilancio degli altri intermediari finanziari previsti dalla normativa e sono esse pure soggette a revisione obbligatoria⁸.

Gli schemi e le regole di redazione dei bilanci di SGR si rifanno al d. lgs. n. 87 del 27 gennaio 1992, emanato in attuazione della direttiva n. 86/635/Cee, cui è stata data attuazione con il provvedimento Banca d'Italia 31 luglio 1992, successivamente modificato e integrato con provvedimento Banca d'Italia 6 novembre 1998.

A differenza delle Sim, le quali, se opportunamente autorizzate, possono svolgere tutti i servizi di investimento di cui all'art. 1 del d. lgs. 58 del 1998, alle SGR è consentito svolgere unicamente il servizio di gestione individuale di portafogli, oltre alla prestazione dell'attività di gestione collettiva del risparmio, che è e resta l'attività caratterizzante delle SGR. Ciononostante si evidenzia come ben difficilmente sia possibile ricavare informazioni rilevanti sullo stato di salute

5. Si veda Lazzari V. (2003), *Modelli organizzativi e operativi delle SGR speculative*, LIUC Papers n. 129 in www.biblio.liuc.it.

6. Per un'analisi delle SGR speculative si veda Gentili M.P., Moro Visconti R. (2004), "Gli hedge funds: modelli di business e valutazione delle SGR speculative", di prossima pubblicazione in questa Rivista.

7. Per approfondimenti bibliografici, si veda Sprocati G. (2002), *Corporate governance e società di gestione del risparmio*, Cisalpino; Chirico A. (2002), *Le società di gestione del risparmio. Profili economici ed informativi di bilancio* Cedam, Padova; Sanguinetti A., Forte M. (2000), *Le società di gestione del risparmio*, Giuffrè, Milano; AA.VV. (2000), *La disciplina delle gestioni patrimoniali. SGR, fondi comuni e Sicav*, Edibank, Milano; Bessone M., *Le SGR, società di gestione del risparmio. La financial industry e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva. I fondi comuni di investimento*, in www.notiziariogiuridico.it.

8. Si veda ad es. Consob, Comunicazione n. DEM/ 1058048 del 27 luglio 2001, *Principio da adottare per la revisione contabile dei bilanci degli intermediari. Raccomandazione ai sensi dell'art. 162, comma 2, lett. c), del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58* in www.consob.it.

TABELLA 2 – CONTO ECONOMICO SCALARE DI UNA SGR

<i>(a) Margine lordo della gestione individuale</i>
Commissioni attive di gestione e di performance percepite per l'attività di gestione individuale di patrimoni e per l'attività di custodia e amministrazione ⁽¹⁾
Commissioni passive di gestione e di performance per l'attività di gestione individuale di patrimoni e per l'attività di negoziazione ⁽²⁾
<i>(b) Margine lordo della gestione collettiva</i>
Commissioni attive di gestione e di performance per l'attività di gestione dei fondi comuni di investimento ⁽³⁾
Commissioni passive di gestione e di performance per l'attività di gestione dei fondi comuni di investimento ⁽⁴⁾
I. MARGINE LORDO DI GESTIONE (a+b)
<i>(c) Costi operativi e di funzionamento</i>
Spese per il personale ⁽⁵⁾ e amministrative ⁽⁶⁾
Oneri di gestione ⁽⁷⁾
Rettifiche di valore sulle immobilizzazioni ⁽⁸⁾
Accantonamenti per rischi e oneri
II. RISULTATO OPERATIVO (I-c)
<i>(d) Margine gestione finanziaria</i>
Interessi attivi e proventi assimilati
Dividendi e altri proventi su azioni e altri titoli
Interessi passivi e oneri assimilati su aggio di emissione relativi ai titoli in portafoglio
Profitti (perdite) da operazioni finanziarie ⁽⁹⁾
<i>(e) Margine area partecipazioni</i>
Dividendi e altri proventi su:
– partecipazioni
– partecipazioni verso imprese del gruppo
<i>(f) Margine area servizi</i>
Commissioni attive ⁽¹⁰⁾
Commissioni passive ⁽¹¹⁾
III. RISULTATO GESTIONE FINANZIARIA (d+e+f)
<i>(g) Altri proventi (oneri)</i>
IV. UTILE (PERDITA) DELLE ATTIVITÀ ORDINARIE (I+II+g)
<i>(h) Componenti straordinarie</i>
Proventi straordinari
Oneri straordinari
Variazione del fondo rischi finanziari generali
V. RISULTATO ECONOMICO ANTE-IMPOSTE (IV+h)
<i>(i) Imposte sul reddito</i>
RISULTATO NETTO DELL'ESERCIZIO (V-i)

⁽¹⁾ Le commissioni attive su gestione individuale patrimoniale sono costituite dai proventi dalle gestioni individuali di patrimoni gestiti. Rientrano in questa voce le commissioni di gestione su gestioni proprie, le commissioni di gestione su prodotti di terzi, il recupero delle spese di patrimoni individuali in gestione e le commissioni di performance su gestioni proprie.

⁽²⁾ Le commissioni passive per le gestioni individuali sono rappresentate principalmente da commissioni di performance e di gestione versate ai collocatori, e dalle commissioni di negoziazione titoli riconosciute agli intermediari. Nella voce in esame risultano, inoltre, comprese le commissioni bancarie e le eventuali commissioni di ingresso e le commissioni di uscita.

⁽³⁾ Le commissioni attive provenienti dalla gestione dei fondi, possono essere di quattro categorie: commissioni di sottoscrizione fondi; commissioni di gestione fondi; commissioni di performance; commissioni di uscita.

⁽⁴⁾ Le commissioni passive pagate agli enti collocatori incaricati di distribuire le quote dei fondi della SGR.

⁽⁵⁾ Salari e stipendi, oneri sociali e trattamento di fine rapporto.

⁽⁶⁾ Spese per servizi professionali, servizi in outsourcing, compensi ad amministratori e sindaci, spese società di revisione e controllo interno, spese per comunicazioni e sistema informatico, altre spese.

⁽⁷⁾ Contributo di vigilanza Consob, contributo fondo nazionale di garanzia, accantonamenti contributi FIRR, contributi Enasarco a promotori finanziari

⁽⁸⁾ Spese di costituzione, autorizzazioni, impianti, immobilizzazioni materiali e immateriali, ecc.

⁽⁹⁾ Profitti o perdite da realizzo su titoli di Stato, plusvalenze o minusvalenze su titoli in portafoglio, profitti o perdite su operazioni in valuta.

⁽¹⁰⁾ Commissioni attive provenienti dalla prestazione dei servizi accessori all'attività di gestione individuale e collettiva.

⁽¹¹⁾ Commissioni passive attinenti alla prestazione dei servizi accessori all'attività di gestione individuale e collettiva.

e sulle performance, anche in chiave prospettica, di una SGR basandosi sugli stessi schemi di bilancio utilizzati da intermediari finanziari che svolgono, ad esempio, attività di assunzione di partecipazioni o società di leasing e factoring. In particolare, lo stato patrimoniale di una società di gestione del risparmio è scarsamente rappresentativo dell'attività di gestione esercitata, in quanto da esso non emerge distintamente la rea-

lizzazione di operazioni di raccolta e impiego di fondi. Le operazioni effettuate per conto dei fondi gestiti e delle gestioni patrimoniali sono rilevate *off-balance sheet* e iscritte nei conti d'ordine⁹, alla voce "impegni". La voce impegni com-

9. Si veda Villa G., (1993), *Le operazioni "fuori bilancio"*. Uno schema per lo studio nelle sintesi d'esercizio degli intermediari finanziari, Edibank, Milano.

prende titoli da ricevere e da consegnare per operazioni da regolare alla chiusura d'esercizio, per conto dei fondi gestiti e delle gestioni patrimoniali, nonché le operazioni di sottoscrizione e di rimborso disposte prima della chiusura di esercizio, ma regolate in seguito.

L'attività esercitata dalle SGR risulta maggiormente rappresentata dalle voci che costituiscono il conto economico, di seguito riclassificato per margine di operatività in forma scalare¹⁰ (tabella 2).

Le caratteristiche peculiari delle attività svolte dalle SGR emergono dalla lettura della nota integrativa, che ha la funzione di integrare ed spiegare quanto contenuto nei prospetti del bilancio di esercizio.

Oltre a delineare i criteri valutativi adottati nella redazione del bilancio e il contenuto nelle singole voci, la nota integrativa fornisce ulteriori informazioni relative a:

- valore complessivo netto dei fondi gestiti a fine esercizio, con l'elencazione dei singoli fondi gestiti e il relativo valore;
- valore complessivo netto delle gestioni patrimoniali a fine esercizio, con distinta indicazione dei conferimenti e dei prelievi effettuati nel corso dell'anno;
- titoli di terzi depositati presso terzi (banca depositaria), relativi all'attività di custodia e amministrazione titoli. Risultano inclusi in tal elenco unicamente i titoli dei clienti che hanno conferito direttamente alla SGR il mandato di gestione del portafoglio con detenzione di strumenti finanziari;
- liquidità della clientela depositata presso terzi (banca depositaria);
- titoli di proprietà depositati presso terzi;
- attività e passività verso società appartenenti allo stesso gruppo;
- distribuzione territoriale dei proventi, con indicazione di attività eventualmente svolte in ambito dei paesi Ue o extra Ue;
- prospetto riepilogativo della distribuzione temporale delle attività e passività e delle operazioni off-balance sheet.

10. Si ritiene utile precisare che, oltre alle riclassificazioni qui riportate, una corretta analisi di significatività e un'adeguata valutazione delle voci di bilancio non possono prescindere dalla redazione di un opportuno rendiconto finanziario che permetta di evidenziare la struttura delle fonti/impieghi della SGR esaminata.

Degni di rilievo sono anche i principi contabili IAS sul *fair value*, che hanno un particolare impatto sugli strumenti finanziari¹¹.

3. LA VALUTAZIONE DELLE SGR: UNA PANORAMICA DELLE FINALITÀ E DEI METODI DI VALUTAZIONE MAGGIORMENTE RAPPRESENTATIVI

Il tema della valutazione delle SGR si inserisce nella più vasta tematica della valutazione delle aziende¹² e mostra alcune affinità in particolare con la valutazione delle società di intermediazione mobiliare (Sim)¹³, che svolgono attività di gestione di patrimoni individuali.

I diversi metodi elaborati dalla dottrina economico aziendale sono i seguenti:

- metodo patrimoniale;
- metodo reddituale;
- metodo misto patrimoniale-reddituale;
- metodo finanziario.

Oltre ai metodi sopra evidenziati, possono essere utilizzati i metodi empirici, i quali, utilizzando appositi coefficienti, moltiplicatori o multipli, rapportano il valore di mercato di imprese simili a quella da valutare a grandezze aziendali.

Il metodo finanziario, ormai largamente diffuso anche nel nostro paese, è raramente impiegato in ambito finanziario e bancario.

11. Si veda De Rosa L., Russo A. (2003), "Strumenti finanziari secondo i principi contabili internazionali" (IAS), in *La settimana fiscale*, all. al n. 40; Pisoni P., Busso D. (2003), "La valutazione degli strumenti finanziari al fair value: il recepimento della direttiva comunitaria 2001/65/Ce e la prassi contabile delle società quotate", in *Impresa c.i.*, n. 4.

12. Per approfondimenti bibliografici, si veda, Guatri L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano; Zanda G., Lacchini M., Onesti T. (2001), *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino; Zanda G. (a cura di) (1996), *Casi e applicazioni di valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino; Massari M. (1998), *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano; Pellati G., Rinaldi L. (2003), *Casi svolti di valutazione d'azienda*, Il Sole 24 Ore, Milano.

13. Per approfondimenti, si veda Moro Visconti R., Sella P., Cesaretti A. (1996), "La valutazione delle Sim", in *Banche e Banchieri*, n. 6; Zanda G., Lacchini M., Onesti T. (2001), *op. cit.*, cap. 39; Zanda G. (1996), *op. cit.*, cap. 4; Balducci D. (2002), *La valutazione dell'azienda*, FAG, Milano, p. 591.

3.1. METODO PATRIMONIALE

I metodi patrimoniali si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che costituiscono il capitale dell'azienda. Le attività e passività, iscritte in bilancio secondo il principio del costo storico, devono essere rettificate confrontando il valore di bilancio con i relativi valori correnti e considerando gli effetti fiscali latenti¹⁴. Il metodo patrimoniale fornisce una stima del patrimonio netto rettificato e individua i fattori caratterizzanti la società. Si tratta di beni immateriali, di utilità pluriennale, non contabilizzati e che soddisfano il requisito della trasferibilità ai terzi. Nelle società di gestione del risparmio gli elementi strumentali al raggiungimento di condizioni di economicità sono individuati nella adeguatezza del capitale umano e nella qualità del portafoglio commissioni della massa gestita.

La formula che esprime il valore di una SGR valutata secondo il metodo patrimoniale è:

$$W = K + (R - I) + \text{beni immateriali} \quad (1)$$

dove:

W = valore di mercato della SGR;

K = patrimonio netto contabile;

R = rettifiche apportate al patrimonio netto;

I = effetti fiscali delle rettifiche (oneri fiscali potenziali).

La valutazione tramite metodo patrimoniale complesso può avvenire utilizzando criteri analitici di stima dei beni immateriali, ovvero basandosi su parametri o moltiplicatori dedotti dall'osservazione empirica del mercato.

L'approccio patrimoniale alla valutazione della società di gestione collettiva del risparmio trova fondamento nella constatazione del fatto che la SGR risulta fortemente incentrata sulla stima del proprio patrimonio. Innanzitutto, secondo i dettami del regolamento Banca d'Italia del 1° luglio 1998, il capitale sociale non può essere inferiore a 1 milione di euro e deve essere interamente versato al momento della costituzione della SGR. Inoltre, il capitolo III della medesima disposizione normativa, regola la composizione del patri-

monio di vigilanza e detta i requisiti per l'adeguatezza patrimoniale (*capital adequacy*) in relazione ai rischi connessi alle attività di gestione. Il patrimonio di vigilanza è dato dal risultato della sommatoria del patrimonio di base e del patrimonio supplementare, cui vengono sottratte le partecipazioni in altre società e strumenti di gestione e/o investimento:

$$\text{Patrimonio di vigilanza} = \text{Patrimonio di base} + \text{Patrimonio supplementare} - \text{Partecipazioni}$$

dove:

patrimonio di base = capitale sociale + riserve + utili + fondo rischi finanziari – azioni proprie – immobilizzazioni immateriali – perdite portate a nuovo;

patrimonio supplementare = riserve di rivalutazione + strumenti ibridi di patrimonializzazione + passività di durata oltre i 5 anni + fondi rischi su crediti eventuali;

partecipazioni = in SGR, banche, Sim, società finanziarie, strumenti finanziari ibridi.

Nella ricerca del metodo ideale per la determinazione del valore economico delle SGR, il metodo patrimoniale risulta particolarmente significativo, ma, in ogni caso, non può ritenersi esaustivo, in quanto non vengono rilevati gli aspetti reddituali e le evidenze empiriche.

3.2. METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale consente di esaminare la società di gestione del risparmio in un'ottica dinamica, considerandola un'entità vivente, il cui funzionamento è strettamente connesso al reddito atteso. Il valore dell'azienda viene a essere individuato nel reddito medio prospettico, calcolato in funzione del flusso dei redditi attesi nell'arco temporale di previsione assunto nella valutazione e del valore del tasso di capitalizzazione e attualizzazione del rendimento del capitale¹⁵. Il reddito prodotto dall'azienda nel corso degli anni (reddito storico) viene assunto come base per la definizione del reddito prospettico atteso.

Occorre normalizzare il reddito storico contabile, vale a dire considerare il solo reddito prodotto in condizioni normali di mercato, eliminando i costi e i proventi straordinari interni ed esterni e non

14. Può talora risultare applicabile l'esenzione fiscale sulle plusvalenze, ex art. 87 dpr 917/1986. Si veda Moro Visconti R. (2004), *Le holding*, Il Sole 24 Ore, Milano.

15. Massari M. (1998), *op. cit.*, p. 258.

ripetibili, le politiche di bilancio distorsive e depurando gli effetti degli oneri fiscali.

In particolare si evidenzia che molte delle società di gestione del risparmio sono parte di un gruppo bancario. In questi casi è necessario depurare i risultati ottenuti dalla SGR dagli eventuali effetti delle strategie e delle economie di gruppo.

In caso di flusso reddituale limitato a un arco temporale definito, la formula per il valore di una rendita annua posticipata è:

$$W = R' * a \eta] i + Tv \eta] i \quad (2)$$

dove:

W = valore di mercato della SGR;

R' = reddito medio normalizzato atteso;

i = tasso di capitalizzazione (tasso opportunità equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi con lo stesso grado di rischio);

η = numero definito degli anni;

$a \eta] i$ = fattore di attualizzazione in η anni al tasso di capitalizzazione i ;

Tv = Terminal value.

Nel caso in cui il periodo di osservazione del reddito atteso fosse molto esteso o illimitato (il che consentirebbe di non procedere alla stima di un eventuale *Terminal value*, Tv , essendo $\lim_{\eta \rightarrow \infty} Tv / \eta = 0$), la valutazione con metodo reddituale potrebbe essere espressa mediante determinazione di una rendita perpetua, con la seguente formula:

$$W = R' / i \quad (3)$$

dove

W = valore di mercato della SGR;

R' = reddito medio normalizzato atteso;

i = tasso di capitalizzazione.

L'utilizzo di un orizzonte temporale illimitato deve essere accolto con cautela nella valutazione di una SGR, in quanto, questo tipo di società è stato disciplinato solo di recente (nel 1998) ed è probabile che in futuro sia soggetto a mutamenti dovuti all'evoluzione del mercato e ha risultati medi attesi particolarmente volatili.

3.3. METODI MISTI

Il metodo patrimoniale non considera la redditività futura dell'azienda, mentre il metodo reddituale non esamina la consistenza patrimoniale. I metodi misti soddisfano la necessità di uno stru-

mento di valutazione più complesso, che raccolga in sé gli elementi oggettivi patrimoniali e la dinamica dei flussi di reddito prospettici. I metodi misti si suddividono in due tipologie di metodi:

– il metodo della stima autonoma dell'avviamento;

– il metodo del valore medio.

Il metodo misto con evidenziazione del *goodwill*, verifica sia la stima patrimoniale sia la stima reddituale. Partendo dalla determinazione del patrimonio netto di impresa rettificato se ne calcola il rendimento e si procede con la determinazione dell'eventuale capacità di produrre un extrareddito positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*) da capitalizzare.

In caso di capitalizzazione del reddito riferita a un periodo limitato di η anni, i metodi misti adottano la seguente formula:

$$W = K + (R' - i K) a \eta] i' \quad (4)$$

dove:

W = valore della SGR;

K = patrimonio netto rettificato;

R' = reddito medio normalizzato della SGR;

η = numero definito degli anni;

i = tasso di capitalizzazione del settore delle SGR;

i' = tasso di attualizzazione del sovra-reddito (rappresenta il compenso finanziario dovuto al trascorrere del tempo).

Se $R' > iK$, la SGR ha un rendimento superiore alla media di settore e tale extra rendimento esprime un *goodwill* implicito proiettato su un numero η di anni.

La difficoltà dell'applicazione del metodo misto con stima autonoma del *goodwill* è legata alla determinazione dei tassi i e i' .

Il metodo misto si fonda sul convincimento che, nel lungo termine, il valore patrimoniale d'azienda trovi riscontro nel valore reddituale, e quindi poggia sull'ipotesi che l'impiego dei mezzi patrimoniali, nel lungo periodo, generi una redditività medio-normale¹⁶.

In caso di capitalizzazione illimitata del reddito, la formula per la valutazione dell'azienda è:

$$W = K + \frac{(R' - Ki)}{i'} \quad (5)$$

16. Massari M. (1998), *op. cit.*, p. 268.

Il metodo misto del valore medio, considera il valore economico dell'azienda come il risultato della semisomma delle consistenze patrimoniali e del valore reddituale prospettico, considerando un orizzonte temporale illuminato, si ha:

$$W = 1/2 (K+R'/i) \quad (6)$$

4. LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE E L'ANALISI DELLA REDDITIVITÀ

Il tasso di capitalizzazione non può essere determinato in modo oggettivo, ma se ne può fornire una ragionevole stima; nell'ambito del processo di valutazione di una SGR, esso risulta composto da due elementi:

- a. tasso di interesse di un'attività finanziaria priva di rischio di insolvenza (ad esempio, rendimento di un titolo di Stato con scadenza analoga all'estensione del periodo di attualizzazione);
- b. premio per il rischio di insolvenza specifico per il settore del risparmio gestito.

Il tasso di sconto risulta così composto dal tasso di rendimento atteso per i titoli senza rischi (al netto dell'inflazione) e dal premio per il rischio del settore, secondo la seguente formula:

$$i = i \text{ reale} + \text{premio per il rischio}$$

Il tasso di attualizzazione non dipende dal rischio specifico dell'investimento nell'impresa, ma si riferisce a investimenti considerati *risk free*, quali gli investimenti in titoli di Stato con durata residua in linea con l'orizzonte temporale η . Per la stima del tasso di attualizzazione, il calcolo del tasso congruo da adottare è dato dalla remunerazione degli investimenti senza rischio, ovvero dal tasso medio dei titoli di Stato o di organismi (BEI, BERS, ecc.), espressi in euro, a medio/lungo termine, al netto dell'inflazione.

Per la definizione di un tasso nominale di un'attività priva di rischio si può considerare, ad esempio, il rendimento dei titoli di Stato con scadenza residua corrispondente al periodo di riferimento n . Determinato il periodo temporale di osservazione dei rendimenti dei titoli *risk free* in tre anni, si procede a una stima del costo del capitale sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato.

La media dei rendimenti lordi annuali dei BTP e

dei CCT, è calcolata nella misura del 4,9% (tasso nominale) ed è determinata dai dati sui rendimenti storici degli ultimi tre esercizi e sui rendimenti prospettici per i prossimi tre anni.

Allo stesso modo si considera la media dei tassi di crescita di inflazione¹⁷ nel triennio considerato, partendo dalla determinazione dei dati storici, evidenziando un risultato stimato in 2,10% (tasso inflazione). Il tasso di rendimento atteso per i titoli senza rischi, per il periodo di interesse, può essere quindi così determinato:

$$\begin{aligned} i' \text{ reale} &= i' \text{ nominale} - i \text{ inflazione} = \\ &= 4,9\% - 2,1\% = 2,8\% \end{aligned}$$

Calcolato il tasso di rendimento dei titoli *risk-free* al netto dell'inflazione, si passa alla rilevazione del premio di rischio del settore del risparmio gestito. Il rischio di una società di gestione tiene conto sia dei rischi finanziari sia dei rischi operativi. Per rischio finanziario si intende il rischio derivante dal grado di esposizione verso i finanziatori. Contrariamente a quanto avviene per le società bancarie, tenute a verificare il rischio, poiché la loro attività consiste nell'impiegare i depositi di cui dispongono, e per le quali calcolare l'esposizione al rischio è decisivo ai fini della stabilità del sistema, poiché il cliente in ogni momento ha il diritto di richiedere quanto precedentemente versato, oltre agli interessi, le società di gestione del risparmio hanno solo un mandato a gestire i patrimoni. Tali attività non vanno a formare poste di bilancio della SGR.

Il rischio d'insolvenza finanziaria è considerato pressoché irrilevante per i gestori di patrimoni. Il basso profilo di rischio finanziario è dovuto, in parte, anche alla rigida regolamentazione cui sono sottoposte le SGR. Il TUF determina le regole di vigilanza per le SGR: alla Banca d'Italia spetta la vigilanza prudenziale del capitale, mentre la Consob vigila sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti. La normativa prevede meccanismi di separazione patrimoniale dell'attivo del patrimonio della società dall'attivo delle masse gestite, limita la possibilità di insolvenza finanziaria, assicura livelli minimi di professionalità e onorabilità del gestore, attua meccanismi di prevenzione di frodi nei confronti del cliente e im-

17. Istat (anni vari), rilevazioni delle variazioni sui prezzi al consumo.

TABELLA 3 – TASSO DI CAPITALIZZAZIONE

Tasso nominale prospettico <i>i</i>	Premio per il rischio <i>r</i>	Tasso di capitalizzazione $i'=i+r$
2,8%	1,8%	4,6 %

pone limitazioni alle violazioni attuabili nella prestazione del servizio.

La gestione dei fondi comuni di tipo tradizionale, soggetta a una rigida regolamentazione e vigilanza, presenta un basso rischio operativo, come pure un basso rischio finanziario connesso alle strategie di investimento discrezionali scelte dal gestore. La discrezionalità è pur sempre limitata dalle previsioni di un benchmark di riferimento, dalla preventiva individuazione nel regolamento dei fondi del mercato su cui si intende operare, dall'impossibilità di utilizzare la leva e di vendere allo scoperto. Le società di gestione investono risorse considerevoli per conto di terzi. Ne consegue che, nel settore del risparmio gestito, i rischi di default sono considerati non significativi¹⁸, in quanto le gestioni collettive sono basate su criteri di diversificazione del rischio e su economie di scala negli investimenti. Per la determinazione del premio per il rischio delle SGR viene comunemente utilizzato il metodo del Capital asset pricing model (CAPM), mediante la formula:

$$i = \beta (R_m - i') \quad (7)$$

dove:

β = misura del rischio aziendale, ottenuta come rapporto della covarianza tra i rendimenti dell'azienda e i rendimenti di mercato, e la varianza dei rendimenti di mercato. Beta, quindi, fornisce un'indicazione della reattività del rendimento di uno specifico titolo azionario rispetto a una variazione percentuale del rendimento del mercato; R_m = rendimento del mercato azionario.

Per la determinazione del β si ricorre alle banche dati delle aziende specializzate nella rilevazione dei rischi specifici¹⁹. Nel settore bancario, per il

calcolo del premio per il rischio vengono utilizzati comunemente i valori compresi nell'intervallo 1%-3%.

Il valore medio di β emergente da un campione di società di gestione del risparmio, risulta essere pari a circa 1,5 e, dato che il rendimento del mercato è stimato nella misura del 4%, si ha:

$$i = 1,5 (4\% - 2,8\%) = 1,8\%$$

Da quanto esposto, riprendendo la formula per il calcolo del tasso di capitalizzazione ($i = i'$ nominale + premio per il rischio), il tasso di capitalizzazione per la valutazione delle SGR risulterebbe, quindi, stimato secondo le misure riportate nella tabella 3.

5. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO "EMPIRICO"

Il metodo patrimoniale complesso definisce gli elementi caratteristici della SGR, in quanto si basa sulla valutazione empirica dei beni immateriali caratteristici, non contabilizzati nei bilanci di esercizio. Il valore degli *intangibles* rappresenta la differenza risultante tra il valore attribuito alla SGR dall'utilizzo dei metodi patrimoniali semplici e quello stimato con i criteri misti.

I beni immateriali tipici che apportano valore aggiunto alle SGR sono costituiti dai fattori di professionalità e di organizzazione del personale e dal valore del portafoglio commissioni.

Il metodo patrimoniale complesso, per la stima dei beni immateriali delle SGR, si basa sui criteri analitici e sui criteri empirici di stima, riferendosi sia alla constatazione dei costi storici e di sostituzione dei beni, sia alla ricostruzione del prezzo di mercato.

Il valore dell'azienda è così determinabile:

$$W = K + (R - I) + CU + VPC \quad (8)$$

dove:

W = valore di mercato della SGR;

K = patrimonio netto contabile;

R = rettifiche apportate al patrimonio netto;

18. *Risks and Regulation in European Asset Management: Is there a role for capital requirements?* A report by Prof. Julian Franks and Prof. Colin Mayer and Oxford Economic Research Associates Ltd., European Asset Management Association, January 2001, p.5

19. Ad es. London Business School, *Risk Measurement Service* (www.london.edu/ifa); le pubblicazioni di Ibbotson Associates (www.ibbotson.com), ecc.

I = eventuali effetti fiscali delle rettifiche;
 CU = valore del capitale umano;
 VPC = valore del portafoglio di commissioni della massa gestita.

Dalla formula sopra riportata si evidenzia l'importanza primaria di stabilire dei valori da attribuire ai fattori caratteristici della SGR: il capitale umano, inteso come organizzazione di struttura (comprendente anche le autorizzazioni concesse da Banca d'Italia e Consob) e la massa gestita, nella valutazione della SGR. Il variare di questi due fattori comporta la variazione del valore economico della società.

5.1. CAPITALE UMANO

Nelle SGR assume particolare rilievo la valutazione del capitale umano in quanto, per l'attività di gestione dei patrimoni, è fondamentale la componente di professionalità e di competenza dei gestori dei portafogli e degli analisti finanziari. Anche il TUF²⁰ prevede dei requisiti di professionalità e onorabilità per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso le SGR.

L'importanza assunta dal capitale umano è evidenziata anche dal fatto che, in un periodo di crisi in cui le SGR hanno registrato una flessione dell'utile di esercizio di oltre il 35% annuo²¹, si è registrata la crescita, sia in termini quantitativi che qualitativi, misurata in base al maggiore costo unitario del lavoro del personale impiegato nelle SGR. Nelle SGR il costo storico da attribuire al capitale umano è il risultato della capitalizzazione dei costi di acquisizione e formazione dei gestori e del personale dedicato alla gestione dei patrimoni sostenuti nel corso degli anni. Il metodo di stima del capitale umano si fonda sul costo di ricostruzione, in altre parole sul costo che l'azienda dovrebbe sostenere se intendesse sostituire l'intera forza lavoro con altrettanto personale di pari esperienza e livello retributivo.

Il moltiplicatore α è espressione del maggior livello salariale e contrattuale che deve essere offerto per attrarre nuove risorse, eventualmente sottratte alle SGR concorrenti, in caso di sostitu-

zione dei gestori attuali con figure professionali analoghe. Banca d'Italia ha rilevato che, attualmente, il costo del personale nelle SGR incide in misura del 32%²² sui costi operativi complessivi. Negli istituti bancari, il valore attribuito al personale è compreso tra un minimo di 0,50% e un massimo di 2,5%²³.

Considerata la maggiore specializzazione e professionalità, nonché l'alta appetibilità sul mercato del lavoro del personale impiegato nelle SGR, nel calcolo empirico del valore da attribuire alla componente del capitale umano, si applica al costo del personale delle SGR, contabilizzato nei bilanci di esercizio, un moltiplicatore compreso nell'intervallo 1,5%-3%.

Il valore del capitale umano può essere espresso dalla seguente formula:

$$CU = CP * n. dip * \alpha \quad (9)$$

dove:

CU = valore del capitale umano;

CP = costo unitario del personale;

$n.dip$ = numero dei dipendenti della SGR;

α = moltiplicatore che indica la qualità del personale e la sua incisività nei risultati della SGR.

Nella tabella 4 riportiamo i dati di due distinte SGR, attinenti alla struttura del capitale umano. Si noti come l'impiego di un moltiplicatore α avente un maggior peso, nella stima della SGR 2, conduca a evidenziare un maggior valore del capitale umano nella società con un numero inferiore di dipendenti.

5.2. VALORE DEL PORTAFOGLIO COMMISSIONI DELLA MASSA GESTITA

Il valore del portafoglio commissioni (VPC) della massa gestita non è, di norma, contabilizzato (lo è in caso di acquisizione di un portafoglio di una società terza, a titolo di avviamento). Tale portafoglio evidenzia la capacità di penetrazione nel mercato del risparmio gestito acquisita nel tempo dall'azienda, e quindi, in termini pratici, esprime la capacità di raccogliere stabilmente e continuamente una certa quantità di commissioni da intermediari.

20. D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 13.

21. Banca d'Italia, *Relazione annuale sul 2002*, 31 maggio 2003.

22. Banca d'Italia, *op. cit.*

23. Ciampaglia G.M., *La valutazione del capitale umano delle aziende bancarie*, in www.valuestrategy.it

TABELLA 4 – VALUTAZIONE DEL CAPITALE UMANO DELLE SGR^(*)

Profilo Sgr	Costi del personale ^(**)	N. dipendenti	Costo unitario del personale	Moltiplicatore ^(**)	Valore capitale umano ^(**)
SGR 1	23.025	287	80	2%	460,5
SGR 2	20.120	210	95,8	3%	603,6

^(*) Dati estratti da bilanci di Sgr pubblicati nell'Annuario 2003 dei gestori del risparmio a cura di Assogestioni.

^(**) In migliaia di euro.

La dimensione del portafoglio commissioni è un indice rappresentativo della redditività di una SGR. Il valore del portafoglio commissioni può essere stimato, applicando determinate percentuali sulle commissioni incassate durante l'esercizio, a fronte dei contratti di gestione collettiva e individuale del risparmio stipulati con la clientela.

Il valore del portafoglio commissioni (V_{PC}) è esprimibile attraverso il metodo dei moltiplicatori delle commissioni individuate sulla base della capitalizzazione dei profitti o extra-redotti attesi; esso si fonda sull'applicazione della formula che esprime il valore attuale di una rendita media di commissioni prospettiche.

Più in dettaglio, si ha la seguente espressione:

$$V_{PC} = \mu * C' \quad (10)$$

dove:

μ = valore del moltiplicatore delle commissioni della gestione collettiva;

C' = volume medio normale prospettico delle commissioni della gestione collettiva.

Il volume medio normale prospettico delle commissioni (C') è desumibile da proiezioni di dati relativi alla società oggetto di valutazione, secondo la seguente formula:

$$C' = C a \eta \uparrow i \quad (11)$$

dove:

C = valore normalizzato medio annuo delle commissioni della gestione collettiva;

$a \eta \uparrow i$ = coefficiente di attualizzazione in orizzonte temporale limitato.

Il valore del moltiplicatore delle commissioni μ può essere calcolato attraverso la determinazione del sovra-rendimento normale atteso delle commissioni (S_R), attualizzato a un congruo tasso i , in un orizzonte temporale illimitato:

$$\mu = S_R / i \quad (12)$$

ovvero in un orizzonte temporale limitato:

$$\mu = S_R a \eta \uparrow i \quad (13)$$

Il sovra-rendimento normale atteso delle commissioni S_R esprime la remunerazione addizionale (rispetto a una fisiologica remunerazione di mercato) che può scaturire dalla massa raccolta: tale parametro esprime la tipica configurazione di avviamento delle SGR. Nella prassi, il moltiplicatore μ per le SGR è individuato da un valore compreso nell'intervallo 1%-3%.

Dall'osservazione dei bilanci delle SGR chiusi al 31 dicembre 2002, è possibile delineare una generale contrazione delle commissioni attive, messa in atto al fine di rendere più appetibili i servizi di gestione già appesantiti dai risultati di mercato insoddisfacenti negli ultimi anni. Al contrario, le SGR hanno accusato un incremento delle commissioni passive, correlate all'aumento dei costi della distribuzione²⁴.

Consob²⁵ ha, inoltre, deliberato l'eliminazione, entro il 31 dicembre 2002, delle "commissioni di movimentazione", ovvero di quei meccanismi di remunerazione dell'attività gestoria basati sul numero e/o sul controvalore delle operazioni disposte per la movimentazione dei patrimoni gestiti, determinando, a partire dai bilanci di esercizio 2003, un'ulteriore contrazione delle commissioni attive nel servizio di gestione individuale.

5.3. LA CORREZIONE REDDITUALE

Una volta definiti i parametri per la valorizzazione degli *intangibles* nel metodo patrimoniale complesso empirico, è possibile stabilire le opportune rettifiche, in ordine alla capacità degli stessi di produrre reddito.

24. Banca d'Italia, *op. cit.*

25. Consob (2002), Newsletter del 29 luglio.

TABELLA 5 – VALUTAZIONE DEL GRADO DI RISCHIO DELLE SGR

Fattore di rischio A	Fattore di rischio B	Grado di rischio	Moltiplicatore
Capitale umano adeguato	Portafogli medie dimensioni	Basso	Alto
Capitale umano inadeguato	Portafogli grandi dimensioni	Alto	Basso
Capitale umano adeguato	Portafogli grandi dimensioni	Medio	Medio
Cientela fedele	Portafogli medie dimensioni	Basso	Alto
Cientela infedele	Portafogli grandi dimensioni	Alto	Basso
Cientela infedele	Portafogli piccole dimensioni	Medio	Medio
Cientela molto numerosa	Portafogli medie dimensioni	Basso	Alto
Cientela limitata	Portafogli grandi dimensioni	Alto	Basso
Cientela media numerosità	Portafogli piccole dimensioni	Medio	Medio

In una SGR, gli elementi componenti la capacità reddituale prospettica devono tenere in considerazione il valore aggiunto fornito dalle autorizzazioni rilasciate da parte degli organi di vigilanza, e dai requisiti minimi richiesti per lo svolgimento delle attività.

I valori attribuiti ai moltiplicatori dei fattori intangibili, nella stima di una specifica SGR, devono tenere conto anche della numerosità e della grandezza dei patrimoni gestiti dal personale della società.

All'interno degli intervalli individuati per i moltiplicatori delle SGR, possiamo assegnare punteggi diversi a ogni elemento costituente il moltiplicatore, in modo da cogliere le specificità proprie della SGR oggetto di valutazione.

Per quanto concerne il moltiplicatore α , per la stima del capitale umano, esso può variare in funzione dei seguenti fattori aziendali:

- grado di preparazione del team dei gestori;
- fedeltà all'azienda;
- soddisfazione espressa dai clienti nel rapporto con il gestore;
- risultati raggiunti dai gestori a livello di performance dei portafogli gestiti.

Il moltiplicatore del portafoglio commissioni della massa gestita μ , invece, assume valori differenti in base ai seguenti elementi reddituali:

- massa delle gestioni collettive;
- massa delle gestioni individuali;
- quantità dei clienti;
- dimensione del portafoglio del singolo cliente;
- fidelizzazione del cliente;
- risultati di performance realizzati.

È evidente che a una SGR con un numero molto limitato di clienti, anche se con ingenti portafogli gestiti, oppure a una SGR con un numero molto

elevato di clienti ma con portafogli esigui, sarà assegnato un moltiplicatore con valore più basso rispetto a una SGR avente una clientela di media numerosità, con portafogli gestiti di valore medio. Si premia, infatti, la SGR con meno rischi e più bilanciata sotto il profilo dell'onerosità media per cliente.

Nella tabella 5 si riportano, a titolo esemplificativo, alcuni degli elementi caratterizzanti il capitale umano e il portafoglio commissioni della massa gestita e si evidenzia come la loro diversa combinazione influisca nella stima del grado di rischio economico della SGR.

6. GESTIONE INDIVIDUALE E COLLETTIVA: ASPETTI VALUTATIVI

Come affermato al par. 1, il TUF ha istituito un nuovo soggetto, la SGR, con la finalità di coprire la figura professionale del gestore collettivo del risparmio, ma ha anche previsto che la stessa possa svolgere servizi di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi.

Ove la SGR volesse svolgere unicamente l'attività di gestione individuale di portafogli di investimento per conto terzi, dovrebbe, secondo la prassi, organizzare la propria attività sotto la forma giuridica di una Sim.

Le SGR che effettuano sia la gestione collettiva sia la gestione individuale, affiancano alle caratteristiche di economicità e remunerazione del capitale, già esaminate, le peculiarità dei servizi d'investimento offerti dal settore bancario e dalle Sim.

In ipotesi di valutazione di una SGR che offra entrambe le prestazioni, il servizio di gestione individuale dovrebbe essere considerato e valutato in via separata dal servizio di gestione collettiva, in

quanto diversi sono considerati i relativi profili di rischio. La formula espressa dalla (10), diventa, in questo caso:

$$VPC = \mu_1 * C1 + \mu_2 * C2 \quad (14)$$

dove:

μ_1 = valore del moltiplicatore delle commissioni della gestione collettiva;

$C1$ = volume medio normale prospettico delle commissioni della gestione collettiva;

μ_2 = valore del moltiplicatore delle commissioni della gestione individuale;

$C2$ = volume medio normale prospettico delle commissioni della gestione individuale.

In realtà, la gestione individuale svolta nell'ambito delle SGR è considerata attività di non rilevante influenza, tale da non incidere in modo significativo sui risultati patrimoniali ed economici della società in esame.

7. CASE-STUDY: VALUTAZIONE DI UNA SGR NON SPECULATIVA

Al fine di permettere una migliore comprensione di quanto delineato a livello teorico, si procede all'esposizione di un esempio di valutazione di una SGR di tipo tradizionale, con bilancio di esercizio al 31 dicembre T1. Si procede alla stima del valore economico mediante l'applicazione del metodo patrimoniale complesso empirico.

Nella tabella 6 si riportano i dati di conto economico dell'esercizio T1 di una ipotetica società CaseStudy SGR Spa, che svolge sia attività di gestione collettiva del risparmio, sia gestione di patrimoni individuali.

7.1. DETERMINAZIONE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO: RETTIFICHE PATRIMONIALI

Ai risultati contabili di esercizio vengono apportate delle rettifiche positive e/o negative, in funzione dei reali valori di mercato delle poste in bilancio.

a. crediti: non vi sono elementi tali per cui sia necessario procedere a una svalutazione dei crediti della SGR in esame. In nota integrativa si evidenzia che i crediti sono stati regolarmente incassati nei primi mesi dell'esercizio T2;

TABELLA 6 – DATI DI CONTO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO T1(*)

Costi	CaseStudy SGR
Interessi passivi e oneri	0
Commissioni passive:	1.526
– per collocamento	338
– per attività di gestione	1.152
Perdite da operazioni finanziarie	–
Spese per personale	1.720
Spese per consulenze	442
Spese per banche dati e Ir	285
Spese di pubblicità	64
– per comunicazioni obbligatorie	32
Spese di stampa	55
Accantonamenti rischi e oneri	–
Accantonamento fondi rischi crediti	–
Altri costi	2.634
Imposte sul reddito	702
Totale costi	7.428
Ricavi	
Interessi attivi e proventi	147
Dividendi e altri proventi	5
Commissioni attive	7.230
– da OICR	2.403
– di cui sottoscrizione/rimborso/trasf.	0
– di cui di gestione	2.074
– di cui di incentivo	319
– da fondi pensione	0
– da gestioni patrimoniali	1.443
– da consulenze gestionali /di investimento	64
Profitti da operazioni finanziarie	33
Altri ricavi	621
Totali ricavi	8.035
Utile d'esercizio	607

(*) Dati in migliaia di euro.

b. titoli non immobilizzati: sono iscritti in bilancio a valori di mercato;

c. immobilizzazioni materiali: CaseStudy SGR non risulta essere proprietaria di beni immobili. Le immobilizzazioni materiali sono costituite, in prevalenza, da beni mobili strumentali, quali mobili e arredi, macchine elettroniche, attrezzatura d'ufficio, autoveicoli, in altre parole da beni ad alta svalutazione. Per la valutazione dei beni mobili è preferibile poter disporre della stima peritale di un professionista indipendente. Le valutazioni a prezzi di mercato evidenziano delle rettifiche negative rispetto ai valori contabili, stimate nella tabella 7;

d. attività e passività potenziali: il bilancio è sta-

TABELLA 7 – IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI ESERCIZIO T1

Immobilizzazioni materiali	CaseStudy SGR
Valore di bilancio	373
Valore di mercato	259
Differenza	-114

to redatto nel rispetto delle normative civilistiche e fiscali, in particolare non vi sono ulteriori attività e passività da inserire nello stato patrimoniale. Dall'analisi dei documenti aziendali, non sono state rilevate controversie giudiziali di sorta; *e. deliberazioni relative all'utile di esercizio*: CaseStudy SGR ha chiuso il bilancio dell'esercizio T1 con la realizzazione di un utile pari a euro 607.000 e ha deliberato la distribuzione di dividendi per euro 200.000.

Da quanto sopra, si procede alla valutazione del patrimonio netto rettificato, alla data di chiusura dell'esercizio T1 (tabella 8).

TABELLA 8 – PATRIMONIO NETTO DELL'ESERCIZIO T1

	CaseStudy SGR
Capitale	3.583
Riserve	284
Utili (perdite) a nuovo	281
Utile (perdite) 2002	607
Patrimonio netto contabile K	4.755
Rettifiche immobilizzazioni materiali	-114
Fiscalità latente	-38
Dividendi	-200
Patrimonio netto rettificato K + (R-I)	4.403

Fonte: Assogestioni, *Annuario 2003 dei gestori del risparmio*.

7.2. VALORIZZAZIONE BENI IMMATERIALI

Il metodo patrimoniale complesso empirico utilizza la formula:

$$W = K \pm R + CU + VPC$$

con stima dei beni immateriali mediante metodologia empirica. Di seguito si analizzano le componenti immateriali che caratterizzano l'economicità della SGR.

Stima del capitale umano

Da una prima osservazione dei dati relativi alle risorse umane, è possibile osservare che le società di gestione del risparmio hanno raddoppiato il numero dei propri dipendenti negli ultimi 4 anni. Questa tendenza è stata seguita anche dalla nostra società CaseStudy SGR, per la quale il personale impiegato nell'anno T1 risulta composto come nella tabella 9.

Come stabilito in precedenza, è possibile attribuire al moltiplicatore α un valore compreso nel range 1,5%-3%.

Alla CaseStudy SGR è assegnato un moltiplicatore pari a 2,5%, in quanto la composizione del

TABELLA 9 – RISORSE UMANE NELL'ESERCIZIO T1

Composizione dei dipendenti:	CaseStudy SGR
Dirigenti	3
Quadri direttivi	7
Impiegati	11
Attività dei dipendenti: addetti	
- alla gestione	7
- ai servizi di Information technology	1
- alla ricerca e sviluppo di nuovi prodotti	1
- al marketing	3
- all'amministrazione	8
Totale personale dipendente	21
Costo personale	1.720
Costo medio unitario del personale	79
Moltiplicatore α	2,5%
Valore capitale umano	43

personale appare piuttosto equilibrata, con un impiego della forza lavoro ben distribuita nei diversi settori aziendali. Le posizioni di rilievo sono assunte dalle figure dei gestori, che costituiscono oltre un terzo dell'intero personale, e dalla funzione amministrativa.

Stima del portafoglio commissioni della massa gestita

CaseStudy SGR svolge attività di gestione collettiva del risparmio e di gestione patrimoniale su base individuale. Nella valutazione degli *assets under management* si dovrà fare attenzione alla presenza nei portafogli di gestione individuale di eventuali OICR gestiti dalla stesse SGR, onde evitare duplicazioni.

Per la valutazione della massa gestita nell'ambito delle Sim, la prassi e la dottrina di norma prevedono l'applicazione di un coefficiente compreso nell'intervallo 2%-3%. Tale coefficiente può essere utilizzato anche nell'ambito delle SGR, per quanto concerne i patrimoni gestiti su base individuale, mentre si utilizza un coefficiente più alto, compreso nell'intervallo 2,5%-3,5%, per la valutazione dei patrimoni gestiti su base collettiva, in quanto il rischio risulta minore.

La stima del valore della massa gestita (tabella 10) è calcolata attribuendo i valori medi dei coefficienti individuati, alla consistenza delle masse individuali (coefficiente 2,5%) e collettive (coefficiente 3%).

Dall'analisi del bilancio dell'esercizio T1, le commissioni nette risultano composte da commissioni generate in prevalenza dalla gestione patrimoniale individuale (tabella 11).

Al fine di stabilire il valore delle commissioni nette di gestione, è necessario procedere all'at-

TABELLA 10 – VALORE DELLE MASSE GESTITE NELL'ESERCIZIO T1(*)

Patrimonio esercizio T1	Massa gestita Case Study SGR	Coefficienti	Valore massa gestita
Patrimoni di gestione su base collettiva	120.333	3,0%	3.610
Patrimoni di gestione su base individuale	561.333	2,5%	14.033
Totale	681.667		17.643

(*) Dati in migliaia di euro.

TABELLA 11 – COMMISSIONI NETTE ESERCIZIO T1 – DATI IN MIGLIAIA DI EURO

Composizione commissioni attive	Case Study SGR
– attività di gestione collettiva	1.994
– attività di gestione patrimoni individuale	5.236
Totale commissioni attive (A)	7.230
Composizione commissioni passive	
– attività di gestione collettiva	358
– attività di gestione patrimoni individuale	1.167
Totale commissioni passive (B)	1.526
Composizione commissioni nette	
– attività di gestione collettiva	1.636
– attività di gestione patrimoni individuale	4.069
Commissioni nette (A) – (B)	5.705

tualizzazione delle stesse in un determinato arco temporale. Considerando l'alta volatilità del mercato finanziario e le mutazioni subite dal settore delle SGR, si ritiene assumibile un periodo forfettario di 3 anni.

Dall'osservazione del mercato si rilevano i coefficienti di rendimento pari al 2% e un tasso di inflazione pari al 2,1%. Si assume un moltiplicatore μ , nell'intervallo 1%-3%, in funzione dell'effettivo grado di rischio assunto dalla SGR.

Nello specifico, la CaseStudy SGR assume un valore del sovra rendimento delle commissioni di portafoglio pari al 3%. Il tasso di capitalizzazione di CaseStudy SGR, per l'attività di gestione collettiva, risulta essere pari al 7,1%.

Per quanto concerne l'attività di gestione patrimoniale su base individuale, essendo quest'ulti-

ma attività tipica delle società di intermediazione mobiliare, si considera quale moltiplicatore μ per il rischio, il moltiplicatore medio di rischio utilizzato nella prassi per la valutazione delle Sim, e pari al 2,4%. Il tasso di capitalizzazione, per l'attività di gestione individuale, risulta così pari al 6,5%.

Utilizzando la formula (10):

$$VPC = \mu * Commissioni\ medie\ annue * coefficiente\ di\ attualizzazione\ a\ \eta \uparrow i'$$

$$VPC = commissioni\ medie\ annue * tasso\ di\ capitalizzazione\ delle\ commissioni\ attese$$

si ottengono i risultati riportati nella tabella 12. Con i dati a disposizione, si procede alla valutazione dei beni immateriali non contabilizzati. Al valore del capitale umano, al valore della massa e al valore delle commissioni medie attese, devono essere attribuiti dei coefficienti di apprezzamento, rispetto al totale dei beni immateriali non contabilizzati, in funzione della rilevanza degli stessi nell'ambito della SGR oggetto di stima. In particolare, si attribuisce un ruolo preminente al capitale umano e al valore delle commissioni nette attese, mentre si ritiene che il valore della massa gestita sia già considerato nella determinazione del valore delle commissioni. Si ottengono, in tal modo, i seguenti valori per i beni immateriali non contabilizzati (tabella 13).

Il valore del capitale economico di CaseStudy SGR può essere, infine, determinato secondo il

TABELLA 12 – VALORE ATTESO DELLE COMMISSIONI NETTE(*)

	Commissioni medie annue	Moltiplicatore μ	Tasso di capitalizzazione delle commissioni	Valore portafoglio commissioni
Attività di gestione collettiva	1.636	3%	7,1%	4.285
Attività di gestione patrimoni individuale	4.069	2,4%	6,5%	10.777
	5.705			15.062

(*) Dati in migliaia di euro.

TABELLA 13 – VALORE BENI IMMATERIALI(*)

Beni immateriali non contabilizzati		CaseStudy SGR
Valore capitale umano	50%	21
Valore commissioni attese	50%	7.531
		7.552

(*) Dati in migliaia di euro.

TABELLA 14 – VALORE CAPITALE ECONOMICO(*)

		CaseStudy SGR
Patrimonio netto rettificato esercizio	K+ (R-I)	4.403
Beni immateriali non contabilizzati	CU + VPC	7.552
Valore capitale economico	W	11.955

(*) Dati in migliaia di euro.

metodo patrimoniale complesso empirico, evidenziando un risultato pari a euro 11.955.000, come indicato nella tabella 14.

8. CONCLUSIONI

Nel presente studio è stato esaminato uno dei possibili metodi di stima del valore di mercato di una SGR, da adattare al caso concreto oggetto di analisi.

La difficoltà della valutazione è legata, infatti, alla differente combinazione dei *value drivers* e al “peso” che questi assumono nella SGR. Il *track record* dei gestori e il *brand* della SGR possono essere elementi determinanti per la stima del capitale economico.

Nel settore finanziario, le riconosciute capacità professionali dei gestori e una consolidata organizzazione, possono conferire alla SGR un notevole valore aggiunto di cui tenere conto in sede valutativa.

Un elemento di intrinseca difficoltà nella valutazione è rappresentato dalla volatilità che tipicamente caratterizza il valore pro tempore di una SGR, di norma dotato di una limitata stabilità intertemporale, anche a causa del frequente turnover dei *key managers* (soprattutto se le strategie di *retention* non sono sufficientemente incenti-

vanti); questa caratteristica è più pronunciata nelle SGR di limitate dimensioni o di recente costituzione, che non si sono ancora “stabilizzate” e la cui valutazione varia significativamente.

La valutazione può essere utilmente effettuata anche ricorrendo a comparazioni con altre società, soprattutto se coinvolte da negoziazioni in cui il valore soggettivamente stimato è confortato da un prezzo oggettivamente stabilito. Il numero ormai elevato di SGR presenti in Italia e la maturazione del comparto rappresenta, in tale ambito, il necessario presupposto per la creazione di un database di transazioni comparabili, il cui contenuto informativo va poi adattato al singolo caso di specie.

La valorizzazione delle componenti immateriali, anche non contabilizzate (come ad esempio il capitale umano), non può prescindere da una stima della loro capacità di generare adeguati flussi reddituali e finanziari; il metodo patrimoniale complesso “empirico” incorpora pertanto anche una stima dei margini economici attesi e della capacità di generare flussi finanziari da parte della SGR, fino al punto di diventare, di fatto, un metodo misto di valutazione, che deve adeguatamente stimare i *value driver* della SGR, analizzandoli da diverse angolature in un’ottica complementare.