

Estratto da:



Numero 39 - Gennaio 2006

Sgr alternative, le chiavi per valutarle correttamente

di Massimo Paolo Gentili e Roberto Moro Visconti

Sgr alternative, le chiavi per valutarle correttamente

E' fondamentale analizzare i modelli di business adottati e identificarne le variabili immateriali

di Massimo Paolo Gentili e Roberto Moro Visconti

I due esperti

Massimo Paolo Gentili

E' socio fondatore della Tmf Garlati & Gentili SpA, società che offre servizi di consulenza in materia regolamentare, fiscale, societaria e amministrativa. Ricopre numerose cariche in organi societari di intermediari finanziari appartenenti a gruppi nazionali e internazionali. Autore di numerose pubblicazioni in tema di intermediari finanziari e coautore insieme al Prof. Roberto Moro Visconti del libro "Come valutare gli intermediari finanziari" edito da Bancaria Editrice, luglio 2005.

Roberto Moro Visconti

E' docente di Finanza aziendale all'Università Cattolica del Sacro Cuore. Svolge attività di ricerca, formazione e consulenza in tema di finanza straordinaria, diritto societario e fiscalità internazionale. Consulente tecnico del Tribunale di Milano per le valutazioni d'azienda, si occupa anche di forensic economic e corporate governance, è amministratore e sindaco di diverse società. Autore di numerose pubblicazioni in tema di valutazione d'azienda. Consigliere di Assoholding e revisore di Afin, collabora anche con Assilea e Aidaf.

La crescita delle Sgr speculative (di seguito Sgrs) non accenna a diminuire. Nel giro di pochi anni sono stati, infatti, autorizzati 34 intermediari, che gestiscono 161 fondi, di cui 137 fondi di fondi, 10 single manager, 12 misti e 2 immobiliari speculativi, per un totale di asset under management di circa 17 miliardi di euro¹.

Molti aspetti hanno contribuito a tale crescita, in particolare gli ampi margini commissionali generati dai prodotti alternativi rispetto a quelli tradizionali, margini giustificati dai più efficienti livelli di rischio/rendimento (legati alla volatilità degli investimenti), la maggiore consistenza media delle masse gestite, conseguente, in parte, anche a vincoli normativi, a fronte di una generale snellezza organizzativa interna degli intermediari. Da ciò deriva l'esigenza sempre più sentita dagli operatori del mercato di affrontare tematiche valutative che tengano in dovuta considerazione le peculiarità del settore degli investimenti alternativi e dei relativi modelli di business. Valutare una Sgrs non è solo mera applicazione di formule astratte, più o meno condivisibili, a parametri quantitativi ben definiti, ma significa anche analizzare il "business model" adottato, identificarne le "variabili chiave", testare la capacità dei value driver identificati a generare flussi economici e finanziari idonei a ripagare gli investimenti effettuati dagli stakeholder, adattando le analisi al contesto da cui la valutazione scaturisce. A prescindere dalle formule valutative adottate, gli elementi da considerare sono di tre tipi, ossia le capacità reddituali della società, la dotazione patrimoniale della stessa e il costo di ricostruzione/rimpiazzo dell'avviamento internamente generato. Rilevo particolare assumono le variabili "immateriali" (cd. "Intangibles") espressione dei value driver indi-

viduati. Focalizzando l'attenzione su tali elementi, è possibile individuare essenzialmente tre macrocategorie in cui le suddette variabili possono essere raggruppate, e che distinguono le speculative dalle tradizionali:

- il canale distributivo;
- il portafoglio clienti;
- il team di gestori.

Il peso delle variabili individuate varia peraltro in considerazione della natura "captive" ovvero "stand alone" dell'intermediario, intendendosi per *captive* gli intermediari appartenenti a gruppi multibusiness che hanno un punto di forza nella possibilità di differenziare non solo i prodotti, ma anche i servizi prestati alla clientela. In quest'ottica, l'offerta di fondi speculativi viene talora utilizzata per rafforzare strategie di *cross selling*, con la possibilità cioè di offrire allo stesso cliente una diversificata gamma di prodotti. L'appartenenza della Sgrs a gruppi finanziari permette di sfruttarne i canali distributivi oltre che un brand consolidato. L'apporto di massa "indiretta", se da un lato permette di minimizzare gli sforzi distributivi che invece, pur nel rispetto del divieto di sollecitazione, gli intermediari indipendenti devono sostenere, dall'altro incide sulle componenti negative di reddito per via dei "rebate" al gruppo di appartenenza. E' anche vero che gli intermediari indipendenti, proprio perché privi di un brand affermato, devono imporre le proprie professionalità puntando sull'eccellenza del prodotto e delle relative performance, generando così surplus di valore da considerarsi nell'avviamento internamente prodotto. Allo stesso modo, laddove oggetto di analisi sia il portafoglio clienti, è necessario valutare attentamente la capacità di fidelizzazione della clientela e la capacità attrattiva, legata, come detto, alle capacità di gestione e alla diversificazione dei pro-

dotti. Le capacità di gestione, peraltro, incidono in maniera disforme, anche all'interno delle Sgrs, a seconda del business model adottato dall'intermediario. Da un lato la gestione di un fondo di fondi richiede la presenza in capo al proprio team di gestori di competenze tecniche più improntate alle capacità di *fund picking*, alla raccolta dati ed effettuazione di accurate due diligence dei fondi oggetto di investimento, attraverso uno screening delle opportunità di investimento e l'individuazione e selezione dei gestori con track record in linea con gli obiettivi prefissati (gestori intesi come "selezionatori").

Dall'altro lato, ai gestori di hedge single manager sono richieste competenze qualitative e quantitative differenti, sia in termini di capacità di *stock picking* che di *market timing* e di capacità di analizzare l'evoluzione dei mercati per individuare le migliori opportunità di investimento in "tempo reale".² In considerazione della marcata personalizzazione delle strategie gestionali, le capacità delle Sgrs, sia di tipo single manager che fondi di fondi, di fidelizzare i propri team di gestori rappresentano una chiave strategica di creazione del valore. Così come l'esistenza di soluzioni informatiche specializzate nell'elaborazione di statistiche relative a singoli fondi e dotate di funzioni avanzate di simulazioni di asset allocation possono rappresentare value driver di notevole impatto per le Sgrs che ne siano dotate. Nel valutare il modello di business non si può prescindere dal ruolo che l'eventuale advisor riveste nel processo di investimento. Infatti, nonostante l'apporto fornito da advisor esterni a migliorare la qualità dell'attività di gestione, il management degli intermediari si è dimostrato sempre più consapevole del fatto che lo sviluppo delle *skill* interne contribuisce ad accrescere il valore della Sgrs. Tale tendenza sembra confermata dalla riduzione della percentuale di intermediari che ricorrono ad un advisor che, a fine 2005, è scesa dal 56,6% di fine 2004 al 49,4%.³ E' in virtù di queste considerazioni, pur ribadendo la necessità di esaminare caso per caso le finalità sottostanti alla valutazione che si è chiamate a porre in essere, che si può

comprendere la crescente diffusione nella prassi di metodologie di valutazione patrimoniali empiriche, con stima autonoma dei value driver in questo settore, al pari di quanto già avviene per altri intermediari finanziari (segnatamente Sim e Sgr tradizionali), poiché permettono di raggiungere due scopi: da un lato, l'esigenza di porre in risalto l'apporto alla catena del valore dei singoli "intangibili" internamente generati; dall'altro la prerogativa di considerare che a oggi vi sono esigui flussi di dati storici negoziali su cui basare le proprie analisi, vista la mancanza di quotazioni ufficiali su mercati regolamentati di aziende del settore, tali da rendere pienamente significative valutazioni basate esclusivamente su stime di *comparable*. In questo senso, valutare una Sgr speculativa attraverso i tradizionali metodi sintetici del p/e (price/earning) o p/Aum (price/asset under management) assume significatività solo allorché gli stessi si affianchino come metodi di controllo a un metodo principale analitico. E altre metodologie analitiche (metodi finanziari o reddituali puri) potrebbero incorrere nel rischio di trascurare le criticità contenute nei modelli di business adottati. Traducendo in formula, di comune applicazione, le considerazioni effettuate, si avrà:

$$W = K + (K' - t) + VD_1 + VD_2 + \dots + VD_n$$

dove:

W = valore di mercato della Sgrs;

K + (K' - t) = patrimonio netto rettificato (al netto dell'effetto fiscale) a valori correnti;

VD₁, VD₂, VD_n, = value driver individuati.

E' giusto il caso di precisare che i value driver determinati, caso per caso, sulla base degli elementi maggiormente significativi, andranno opportunamente analizzati al loro valore empirico, ossia a) attraverso l'osservazione dei comportamenti di mercato, b) mediante analisi di strutture concorrenti, c) al loro opportuno costo storico di ricostituzione o di rimpiazzo attualizzato, ovvero d) attraverso l'applicazione di opportuni moltiplicatori desunti dal mercato o da negoziazioni private. ■