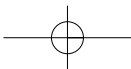
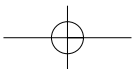




*Ad Alessandro Paolo Sella
nel ricordo del papà Paolo,
fonte ispiratrice del presente lavoro.*





*Massimo Paolo Gentili
Roberto Moro Visconti*

La valutazione degli intermediari finanziari

*Servizi di investimento
e gestione collettiva del risparmio,
fondi di private equity, investment banks
e società veicolo nel project financing*



EDIBANK

STRUMENTI

© Copyright 2007
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

ISBN 978-88-449-0354-1

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, segreteria@aidro.org.

SOMMARIO

	INTRODUZIONE	9
1	LA VALUTAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI: ASPETTI INTRODUTTIVI	13
	1.1 Finalità della valutazione delle aziende	13
	1.2 I tradizionali metodi di valutazione delle aziende	17
	1.3 La valutazione integrata patrimoniale-economico-finanziaria ed empirica di mercato	27
	1.4 Asset & liability management negli intermediari finanziari sensibili al rischio di tasso di interesse	29
	1.5 Il fair value delle attività e passività come elemento centrale della valutazione: cenni introduttivi	32
	1.6 L'innovazione finanziaria come fattore chiave per la creazione del valore	34
	1.7 La valutazione degli intermediari finanziari stand alone o captive	38
	1.8 La valutazione delle branch di intermediari finanziari esteri: cenni introduttivi	40
2	IL SERVIZIO DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO: MODELLI DI BUSINESS E ASPETTI VALUTATIVI	43
	2.1 La gestione collettiva del risparmio nel mercato italiano: cenni introduttivi	43
	2.2 I principali attori coinvolti nel servizio di gestione collettiva del risparmio	45
	2.3 La clientela di riferimento	48
	2.4 Tipologie di prodotti	50
	2.5 I modelli di business della gestione collettiva	53
	2.5.1 Business model dei gestori "alternativi"	59
	2.5.1.1 Gestori "speculativi"	60
	2.5.1.2 Gestori immobiliari	66
	2.5.1.3 Gestori di private equity	69
	2.5.2 Profili commissionali	71

LA VALUTAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

2.6	La valutazione del servizio di gestione collettiva: il metodo patrimoniale complesso empirico	74
2.6.1	Capitale umano	75
2.6.2	Valore del portafoglio commissioni della massa gestita	76
2.6.3	La correzione reddituale	77

3

	I SERVIZI DI INVESTIMENTO: MODELLI DI BUSINESS E ASPETTI VALUTATIVI	81
3.1	I servizi di investimento nella realtà italiana	81
3.2	I prodotti finanziari	88
3.3	I player di mercato	90
3.3.1	Gli intermediari autorizzati	90
3.3.2	La clientela	96
3.4	I modelli di business	98
3.4.1	Negoziazione e brokeraggio	98
3.4.2	Il servizio di collocamento con o senza garanzia	104
3.4.3	La gestione su base individuale di portafogli di investimento	108
3.5	Value driver: identificazione e quantificazione degli intangible	116

4

	IL PRIVATE EQUITY: MODELLI DI BUSINESS E VALUTAZIONE	121
4.1	Modelli di business nell'intermediazione del capitale di rischio	121
4.1.1	I finanziamenti di start up e l'attività del venture capital	125
4.1.2	I finanziamenti per l'espansione tra private equity e bridge financing	126
4.1.3	I finanziamenti del cambiamento e la modifica degli assetti proprietari: replacement capital, buy out e turnaround financing	127
4.1.4	Quotazione in borsa (going public) e secondary private equity	128

SOMMARIO

4.1.5	Specificità del private equity e creazione di valore	130
4.2	Stima del fair value degli investimenti nelle portfolio companies	131
4.2.1	Valutazione delle società partecipate	133
4.2.2	Valutazione degli investimenti nelle società partecipate	134
4.3	Valutazione dei fondi di private equity: il patrimonio netto di mercato come espressione del Net Asset Value	141
4.3.1	Schemi di bilancio e individuazione del valore netto contabile del fondo	142
4.3.2	La stima del valore di mercato del patrimonio netto del fondo	143
4.3.3	Liquidità, rischio e rendimento	148
	Appendice. Schemi di bilancio e rendiconto di un fondo di private equity	151

5

	LA VALUTAZIONE DELLE INVESTMENT BANKS: MODELLI DI BUSINESS, CONFLITTI DI INTERESSE E CATENA DEL VALORE	155
5.1	Il modello di business	155
5.2	La catena del valore nelle investment banks	158
5.3	Sinergie, conflitti d'interesse e chinese wall	159
5.4	Il sistema informativo integrato patrimoniale-economico-finanziario	164
5.5	Valutare i valutatori: applicazione dei metodi di stima alle investment banks	169
5.5.1	I metodi patrimoniali	170
5.5.2	Valutazione basata sui flussi finanziari o reddituali: aspetti introduttivi	171
5.5.3	Valutazione finanziaria basata sul Dividend Discount Model	172
5.5.4	Valutazione delle investment banks con il Price/Book Value e altri multipli	173
5.5.5	Valutazione reddituale basata sulla ROE Regression	174
5.5.6	L'avviamento e i driver strategici di creazione del valore	175

LA VALUTAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

5.5.7	L'avviamento come elemento di sintesi tra parametri patrimoniali, economici, finanziari e di mercato	179
5.6	Adattamento dei metodi generali di valutazione a specifiche realtà operative	179
5.6.1	Valutazione delle investment banks polifunzionali	180
5.6.2	Le commissioni dei sottoscrittori delle IPO: la "soluzione del 7%"	182
5.6.3	Valutazione dell'attività di holding di partecipazioni	183
5.6.4	Stima del valore delle partecipazioni in investment banks secondo i principi contabili internazionali	184
5.6.5	Valutazione finalizzata all'adozione di piani di stock option	185
5.6.6	La valutazione ai fini del recesso	185
6	LA VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ VEICOLO NEL PROJECT FINANCING	187
6.1	Il project financing: cenni introduttivi	187
6.2	Il piano economico-finanziario e i rischi dell'operazione	190
6.3	Security package e bancabilità del project financing	193
6.4	Analisi dei bilanci della società veicolo in via propedeutica alla valutazione	197
6.5	Asset & liability management e rischio di interesse della società veicolo	202
6.6	Leverage obiettivo e "tiraggio" stabilizzatore del quasi equity	204
6.7	La valutazione con il metodo finanziario	205
6.8	Disaggregazione (unbundling) delle funzioni della società veicolo e impatto sulla valutazione	211
	BIBLIOGRAFIA	213



INTRODUZIONE

È opinione ormai diffusa, in ambito sia accademico che applicativo, che la valutazione delle aziende debba avere come base di partenza l'analisi strategica del loro modello di business, dalla quale emergono le leve di creazione di valore (*value drivers*) che devono essere opportunamente valutate in campo economico-finanziario.

Questa considerazione – di portata generale – vale anche per gli intermediari finanziari e per i loro prodotti, anche se la descrizione del *business model* richiede, in questo ambito, uno sforzo particolare, considerando la loro peculiare natura e il crescente grado di sofisticazione.

I più diffusi metodi di valutazione delle aziende sono da diversi decenni usati anzitutto con riferimento alle aziende tradizionali (industriali, commerciali, di servizi, ecc.) e, nel comparto bancario e finanziario, alle aziende di più antica tradizione – in primis le banche commerciali – per le quali sono disponibili evidenze empiriche di lungo periodo, che mostrano un'evoluzione e un progressivo affinamento delle metodologie.

La nascita, negli ultimi decenni, di nuove tipologie di intermediari finanziari, ha comportato un'estensione dei metodi di valutazione anche alle nuove fattispecie di aziende operanti in ambito finanziario.

Più recentemente, si è sviluppato un crescente interesse ai prodotti in quanto tali e da ciò discende l'esigenza *market driven* di adeguare ancora una volta i metodi di valutazione.

I dati contabili di bilancio rappresentano un punto di partenza tendenzialmente imprescindibile in ogni processo di valutazione, anche se vi è – da parte dei valutatori – una crescente disaffezione verso parametri – formalmente corretti ma sostanzialmente poco significativi – spesso pericolosamente lontani dalla realtà.

Obiettivo primario dei principi contabili internazionali – e del *fair value*, che ne rappresenta la caratteristica preminente, anche a livello mediatico – è non solo quello di agevolare la comparabilità di bilanci e regole contabili di paesi diversi, ma anche e soprattutto quello di ridurre la differenza – a livello teorico ma anche pratico – tra valori contabili e di mercato, cercando una via d'intesa tra le scuole di *accounting* o di *finance*, che da sempre interagiscono anche attraverso dibattiti spesso animati da una sana dialettica.

LA VALUTAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Valutare un'azienda è un processo tecnico ma anche un'arte e in tale processo non può mancare un po' di intuito e creatività, anche perché, come diceva il fisico danese Niels Bohr, "è difficile fare previsioni, soprattutto per il futuro" (il fatto che ci siano più storici che profeti è un logico corollario del "seno di poi").

In condizioni ideali il valore dell'azienda, soggettivamente stimato, deve tendere a coincidere con un prezzo oggettivamente determinato in fase negoziale, ove per *valore* si intende il risultato dell'applicazione di uno o più criteri valutativi, scelti in relazione alla tipologia dell'operazione societaria che ha richiesto la stima, all'identità dei soggetti interessati e all'attività dell'azienda da valutare, mentre il *prezzo* è il punto di incontro delle attese e delle utilità formulate dalla domanda e dall'offerta interessate alla negoziazione dell'azienda.

Questo è in estrema sintesi il contesto all'interno del quale – ad avviso di chi scrive – va collocato l'attuale dibattito in tema di valutazione delle aziende.

Il presente libro è articolato in sei capitoli e il primo è dedicato ai principi di valutazione delle aziende e alla loro applicabilità al contesto di mercato in cui si posizionano intermediari e prodotti finanziari, le cui problematiche in tema di modelli di business e valutazione sono oggetto di analisi nei successivi capitoli.

Un rapido, ma necessario, esame del mercato finanziario evidenzia una situazione in cui il settore finanziario, negli ultimi anni, ha subito numerosi e differenti cambiamenti, travolto dalla globalizzazione e della internazionalizzazione dell'intero sistema e accompagnato da eventi traumatici che spesso ne hanno minacciato la credibilità. Il quadro è poi completato da una riduzione dei margini e da pressioni competitive, oltre che da continue novità regolamentari, le quali, attraverso l'offerta da parte degli intermediari di nuovi prodotti, hanno aiutato a rendere innovativo il settore stesso.

Oggetto di trattazione di questo volume saranno in particolare tutti quegli operatori finanziari, diversi dalle banche, che hanno trovato sviluppo soprattutto quando gli istituti di credito sono stati costretti a diversificare le proprie attività sia per sfruttare l'effetto sinergico di una larga base di clientela, che per trovare nuove e alternative modalità di crescita. In tale situazione gli intermediari di piccole/medie dimensioni hanno così visto mutare le variabili del proprio ambiente e si sono dunque spostati verso nuovi orizzonti tra cui, in particolare, la creazione di valore, con la speranza di ottenere adeguate remunerazioni per servizi a più elevato valore aggiunto.

Occorre anche ricordare che molti intermediari traggono origine da operatori piccoli o medi, che hanno perso rendite di posizione e che hanno accettato di

crescere facendo *joint venture* o fusioni tipicamente con istituzioni bancarie (si pensi, ad esempio, agli agenti di cambio).

In alcuni casi, poi, operatori istituzionali hanno sfruttato tale stimolo per percorrere nuove strade che abbinavano il concetto di crescita alternativa e creazione di valore come *way out* per il portatore della *business idea* e conseguentemente per l'aggregatore in cerca di redditività e valore da offrire ai propri *shareholders*.

In tale contesto i vari attori si muovono ricercando sempre più una logica di creazione di valore al fine, anche, di sopperire a una minor capacità reddituale, conseguenza di una crescente pressione concorrenziale.

Tutto ciò in un contesto generalizzato di lenta, ma progressiva, crescita culturale della clientela di riferimento.

La competizione ha poi spostato il suo baricentro dal livello nazionale a quello internazionale, coinvolgendo anche gli stessi organi di controllo che ora sono chiamati a supportare i vari paesi nell'ambito della promozione delle varie giurisdizioni tra loro concorrenti, per conquistarsi e fidelizzarsi le banche e gli intermediari finanziari.

I cambiamenti normativi e i tentativi delle varie autorità di vigilanza di allineare le normative contribuiscono poi a una ridefinizione delle strategie degli intermediari, sempre più interessati a concentrare i propri sforzi nella crescita della base di clientela e di *assets under management*, pur nel rispetto dei nuovi obblighi normativi sempre più stringenti.

Ne sono un esempio evidente le recenti direttive UCITS III e la direttiva MIFID: le prime hanno ormai trovato applicazione e la seconda che è ancor oggi oggetto di ampio dibattito.

In tale articolato e complesso contesto, con riferimento a specifici intermediari finanziari, si considerano con la presente trattazione alcune peculiari tipologie che si affiancano agli intermediari classici (fondi comuni di investimento aperti; fondi chiusi, anche di private equity, di venture capital o immobiliari; holding finanziarie; società fiduciarie; Sim; Sgr tradizionali o speculative ed hedge fund; società di cartolarizzazione o di remittance; società di brokeraggio finanziario o assicurativo, ecc.), dei quali ci siamo occupati in un nostro precedente lavoro (*Come valutare gli intermediari finanziari*, Edibank, 2005), che qui trova la sua naturale prosecuzione. L'attenzione – oltre che sui servizi di gestione collettiva del risparmio e di investimento – sarà concentrata sui fondi chiusi di private equity, sulle investment bank e sulle società veicolo nel project financing.

I fondi chiusi di private equity o di venture capital hanno un ruolo crescente nell'economia internazionale, riscuotendo un consenso sempre più ampio, pe-

LA VALUTAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

raltro non privo di voci critiche di chi li considera delle “locuste” con un approccio troppo speculativo: emerge, in questo ambito, la necessità sempre più avvertita di stimarne periodicamente il valore, in funzione del fair value delle loro *portfolio companies* e considerando anche il timing di investimenti e disinvestimenti.

Le *investment bank*, anch’esse di ispirazione anglosassone, hanno profili di valutazione articolati, che si adattano ancora una volta ai più disparati modelli di business (grandi banche d’investimento polifunzionali, ramificate a livello internazionale, che coabitano con piccole *boutiques* finanziarie, specializzate e operanti in settori di nicchia); in questo caso, si tratta di “valutare i valutatori”, tenendo conto di una delle loro principali attività, stimando le sinergie delle banche d’investimento con altri prodotti e intermediari e i conflitti di interesse che ne possono derivare, resi evidenti dai gravi scandali degli ultimi anni.

La società veicolo nelle operazioni di project financing rappresenta l’entità giuridica ad hoc per la realizzazione del progetto, svolgendo in tutto o in parte le funzioni di *design, build, finance and operate*. La valutazione della società veicolo riveste un’importanza primaria per i suoi *stakeholders* (soci, banche finanziatrici, committente, ecc.); la presenza di un piano economico-finanziario dell’opera, oggetto di validazione preventiva, consente di disporre di preziose informazioni in ordine all’entità e al timing dei flussi di cassa attesi dal progetto, rendendo applicabile alla valutazione un metodo finanziario.