

Caso H: la valutazione della raccolta diretta e indiretta della banca H con il metodo dei multipli impliciti nei deals

Il modello assunto per rappresentare il valore delle banche italiane oggetto dei *deals* in un periodo quinquennale si può rappresentare con la formula:

$$W = K + RD \times x + RI \times y$$

dove:

- W = valore del capitale (*Equity Value*)
- K = capitale netto contabile
- RD = raccolta diretta
- RI = raccolta indiretta

I coefficienti x e y sono i moltiplicatori, rispettivamente, della raccolta diretta e della raccolta indiretta.

A. Un'ipotesi sul moltiplicatore y

Si assume una convenzione sulla grandezza di y. Precisamente, si identifica un valore puntuale del coefficiente y (sulla base dei prezzi registrati in operazioni di acquisizione di Società di Gestione del Risparmio – SGR) e si analizzano i corrispondenti valori del coefficiente x riguardanti i *deals* del settore bancario inclusi nel campione di riferimento.

Per stabilire la grandezza di y si è fatto riferimento alla valorizzazione del patrimonio gestito delle SGR. Si è cioè verificato – sulla base di un campione di recenti *deals* di SGR (Tabella A) – quale sia stato il coefficiente negoziato, implicito nel prezzo.

A tal fine si è assunta la relazione:

$$EV = PN + y \times \text{Patrimonio gestito}$$

da ciò:

$$y = \frac{EV - PN}{\text{Patrimonio gestito}}$$

Tabella A I deals delle SGR in Italia: 1996-2000 (valori in migliaia di euro)

Anno	Società acquisita	Società acquirente	Quota acquisita	Quota cumulata	Equity Value	Patrimonio netto	Patrimonio gestito	Coefficiente y
1996	Agos Gestioni	Bipielle	100,0%	100,0%	2.168	1.067	152.663	0,72%
1996	Capitalgest	S. Paolo Brescia	25,0%	69,0%	7.414	7.014	219.494	0,18%
1996	Fimedit Fondi	Bipielle	98,5%	98,5%	4.400	1.567	169.398	1,67%
1997	Fondinvest	Banca CRT	40,2%	86,9%	40.577	17.121	1.575.194	1,49%
1998	Genercomit Gestione	BCI	50,0%	100,0%	227.241	26.581	10.976.775	1,83%
1999	Gestiveneto	Cariverona	16,6%	100,0%	106.239	22.156	7.965.831	1,06%
1999	Anima SGR	B. Desio e Brianza	100,0%	100,0%	9.296	3.661	240.669	2,34%
2000	Zenit SGR	B. Desio e Brianza	5,0%	5,0%	6.611	3.304	136.072	2,43%
Media y								1,46%

Le operazioni incluse nel campione e il valore del coefficiente y determinato sulla base dei prezzi di ogni singola operazione sono presentati nella Tabella A. Il dato medio che si ottiene è $y = 1,46$.

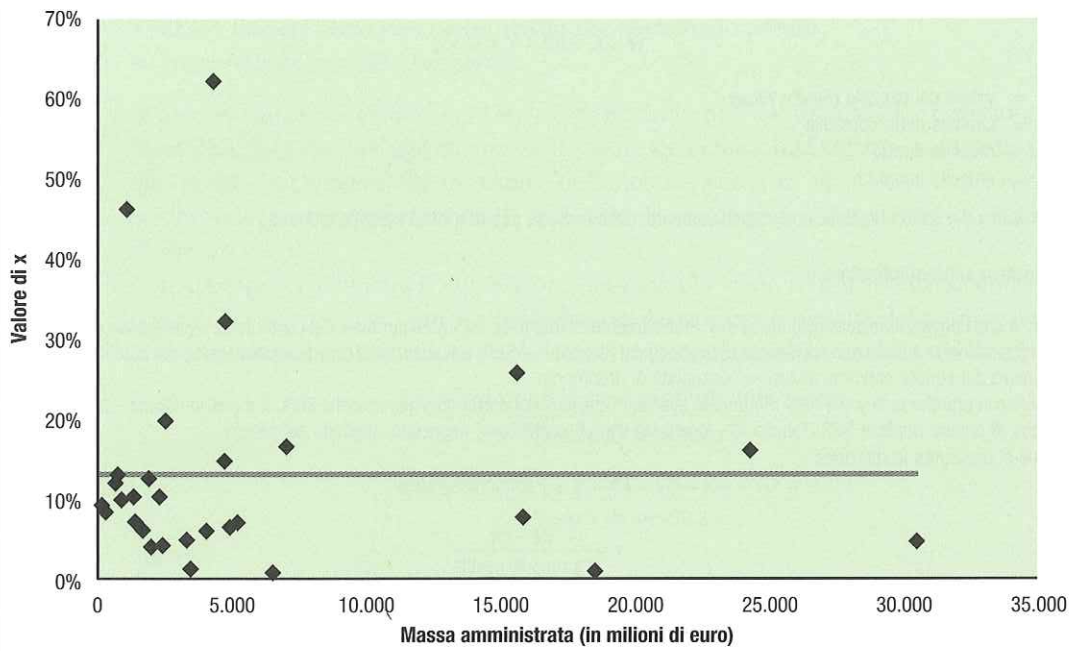
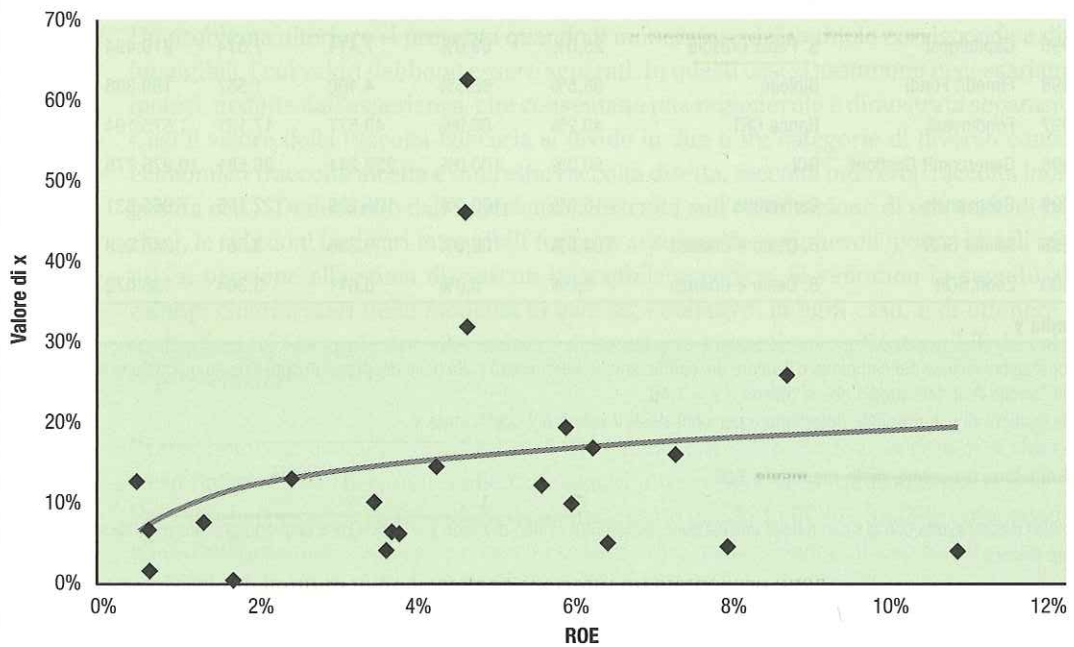
Noto il valore di y, è possibile determinare per ogni *deals* il valore del coefficiente x.

B. Relazione tra valore della raccolta e ROE

L'analisi è stata svolta con la ricerca delle correlazioni esistenti tra i valori di x (con $y = 1,46$) e le seguenti grandezze giudicate significative *value drivers*:

- il valore della massa amministrata (raccolta diretta + raccolta indiretta);
- il ROE.

I risultati ottenuti sono riepilogati nelle Figure A e B.

(segue Caso H)**Figura A** Multiplo della raccolta diretta (x) in funzione della massa amministrata**Figura B** Multiplo della raccolta diretta (x) in funzione del ROE

(segue Caso H)**C. Relazione tra multipli della raccolta diretta e ubicazione prevalente degli sportelli**

Dai dati disponibili si deducono le Tabelle B e C, composte con i *deals* riferibili a banche che operano esclusivamente (o con netta prevalenza) rispettivamente nel Nord e nel Sud Italia (comprese le isole).

Tabella B Campione di banche del Nord – multiplo x

	Tutte	Esclusi i casi-limite
Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli	6,2%	6,2%
Banca Popolare di Trieste	9,1%	9,1%
Banca Popolare Dauna	8,3%	8,3%
Banca Cattolica	9,6%	9,6%
Banca del Monte di Parma	19,4%	19,4%
Caritro	14,7%	14,7%
Banca Popolare di Crema	46,0%	—
Banca Legnano	32,2%	—
Media	18,2%	11,2%

Tabella C Campione di banche del Sud – multiplo x

Carical	0,70%
Banca Popolare Jonica	12,30%
Carime	7,70%
Banca Popolare dell'Irpinia	10,10%
Banco di Sardegna	0,60%
Banco di Napoli	4,70%
Nuova Banca Mediterranea	12,90%
Media	7,00%

L'applicazione
del metodo
dei multipli
impliciti nei deals
al settore
idroelettrico

Di seguito viene presentata un'ulteriore applicazione di multipli impliciti nei *deals* al settore delle concessioni idroelettriche in Italia.

Caso I: il valore delle concessioni idrauliche stimato con il metodo dei multipli impliciti nei deals: uno schema di calcolo

Le transazioni avvenute in Italia su quote del capitale di aziende elettriche, o di impianti elettrici (escluse le IPO e le operazioni realizzate a mezzo di scambi di azioni), nel periodo considerato (1999-2001) sono state 9, solo 2 delle quali contengono però quote rilevanti di capacità idraulica.

Dalle operazioni si deducono le seguenti grandezze:

- Enel/Valle d'Aosta (anno 2001, idraulica al 100 per cento): valore 1,156 milioni di euro per megawatt.
- Elettrogen (2001, idraulica al 18,6 per cento): Valore attribuito alla capacità idraulica = 1,108 milioni di euro per megawatt (tabella sottostante).

Segmentazione del prezzo «Elettrogen»

Prezzo realizzato	3,69 miliardi di euro
Capacità ceduta	5.438 MW, di cui:
– idraulica	1.014 MW (18,65%)
– termica	4.424 MW (81,35%)
Prezzo medio per megawatt:	678.500 euro per megawatt
Dato il costo medio (di ricostruzione) di 580.000 euro per megawatt di capacità termica, se ne deduce il seguente prezzo imputabile al megawatt idraulico:	
Prezzo totale	3.690 milioni di euro
– (4.424 × 580,00 euro) =	– 2.566 milioni di euro (costo di ricostruzione per la capacità termica)
	1.124 milioni di euro (quota idraulica, pari a 1.014 MW)
Da ciò il valore di 1.108.000 euro per megawatt di potenza idraulica (si tratta di una potenza idraulica di media qualità).	

Fonte: nota Deutsche Bank.

Ne risulta la convergenza verso il valore 1,11-1,15 milioni di euro per megawatt di potenza, con una media di 1,13.

I due complessi, per la parte idraulica, sono qualificati «ottimo» il primo e «medio» il secondo (quest'ultimo con impianti situati nel Centro-Sud).

Il multiplo di riferimento nell'esperienza italiana

Il valore implicito della «concessione» idraulica deriva, in conclusione, dalla differenza:

Valore medio implicito per megawatt (compreso il costo degli impianti):	1,13 milioni di euro
– Costo di riproduzione, al netto di deperimento e obsolescenza dello specifico impianto (per MW)	x milioni di euro
= Valore implicito della concessione (per MW):	1,13 – x milioni di euro

6.7.4 Il metodo dei multipli empirici

Il metodo dei multipli empirici può essere considerato una sottospecie del metodo dei multipli impliciti nei deals.

Si tratta di veri o supposti multipli, concettualmente corrispondenti alle formule-base [4] e [5], ma carenti di una documentata corrispondenza a deals.

La carenza è spesso dovuta all'insufficienza delle informazioni sui deals, alle non omogeneità delle aziende-target, oppure al fatto che i pochi deals non consentono indicazioni statisticamente significative.

Prezzi e valori nelle varie fasi di vita di un'impresa Internet: un tentativo di spiegazione della «bolla speculativa»

Premessa

La storia delle imprese Internet è una delle pagine più stravaganti e oscure delle relazioni tra valori (effettivi o supposti) e prezzi di società che quotano le loro azioni; e che le quotano ancor prima (molto prima) di presentare una «storia» di risultati affidabili. Valori che sono perciò quasi sempre destinati a essere delusi, come effettivamente accadde.

Queste pagine, che rappresentano un tentativo di razionalizzazione degli IPO dell'estate 2001, correggono i più gravi errori, sono state scritte nel pieno della «bolla speculativa».

A. Le quattro fasi di vita dell'impresa Internet

La dinamica del valore dell'impresa Internet si può spiegare teoricamente assumendo come riferimento il ciclo ideale di sviluppo dell'impresa di successo: dal piano all'effettiva generazione di sovrareddito.

Sono identificabili quattro fasi di sviluppo, ciascuna caratterizzata dal cumularsi di elementi in grado di rendere via via più affidabile la stima. Per questa ragione la verifica del raggiungimento e del compimento di ciascuna fase si fonda su fonti informative e su riscontri operativi peculiari.

La tabella sottostante descrive questo crescendo di affidabilità della stima del valore in relazione a diverse fasi e a differenti riscontri realizzabili (o supposti tali).

Fasi di sviluppo, grado di affidabilità della stima del valore e modalità di valutazione di un'impresa Internet

Fasi di sviluppo di un'impresa Internet	Fonti (e riscontri) su cui basare la verifica del compimento di ciascuna fase	Modalità di ricorso al mercato	Grado di affidabilità della stima del valore	Modalità di valutazione
Sviluppo di una value proposition credibile	Piano (coerenza)	Venture capital/Private equity	Minimo	È calcolabile solo un valore di private equity. Lo si ottiene scontando a tassi da venture capitalist i risultati attesi dal piano. Si applica al risultato finale un multiplo (di comparabili) e si attualizza il valore così ottenuto (terminal value) a un tasso molto elevato.
Inimitabilità del business model	Promotori dell'impresa (unicità delle risorse condivise, capacità del management, conseguenze in caso di insuccesso, qualità del CdA)	Start-up IPO	Basso	Stessa metodologia del punto precedente. Tuttavia, il rischio di start-up è minore. Pertanto il tasso di attualizzazione del terminal value è più basso.
Superiorità del business model	Value metrics (misure anticipatrici di una futura capacità di sovrareddito)	Carve-out (scorporo di un settore da azienda nota)	Basso-medio	Valutazione fondata su capacità di reddito ricostruibili in relazione a specifiche value metrics aziendali.
Sostenibilità del business model	Sovrareddito (capacità già affermata e proiettabile)	IPO tradizionale	Normale	Modelli reddituali tradizionali.

A ciascuna fase corrispondono anche differenti modalità di possibile ricorso al mercato finanziario in relazione alle problematiche valutative corrispondenti. Si va così dal *venture capital/private equity* (nel caso in cui si disponga solo di una *value proposition* credibile), allo *start-up IPO* (nel caso in cui il business model proposto possa considerarsi inimitabile), al *carve-out* (nel caso in cui in un settore l'impresa possa dimostrare il raggiungimento di risultati operativi – ancorché non reddituali – espressivi di una speciale capacità distintiva), all'IPO tradizionale (nel caso in cui l'impresa già disponga di una propria capacità di sovrareddito).

Queste
e quindi
(start-up
su cui
cessivo
Dunque
del pro
della so
dei con
cui il fl
Lo stes
portam
te quot
ragione
capo a
La figu
la new

Relazi

Valo

La pri
cente
attesi
valore
descr
clienti
Se si e
me, l'i
ragion
sulla c
espres
L'elev
invest
poter

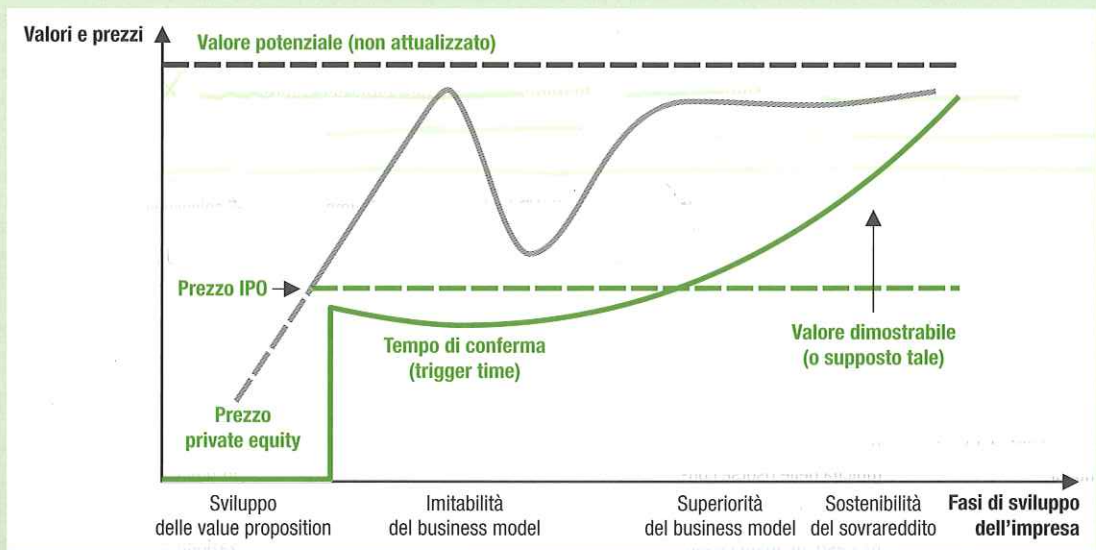
(segue)

Queste differenti modalità di ricorso al mercato prefigurano anche differenti modelli di volatilità del prezzo delle azioni dell'impresa Internet; e quindi diversi gradi di rischio da parte degli investitori. Si pensi a un'impresa che ricorra alla quotazione dopo pochi mesi dalla costituzione (*start-up IPO*): in tal caso il mercato finanziario spesso finisce con il riconoscere all'impresa una capitalizzazione di borsa superiore a quella su cui si ridimensionerà nei mesi seguenti, semplicemente a causa della riduzione delle sue potenzialità che viene in luce nel periodo successivo all'IPO.

Dunque, fino a quando l'impresa non raggiunge almeno il *trigger time*, cioè una fase gestionale in cui può fornire riscontro della superiorità del proprio *business model*, il prezzo di mercato del titolo può risultare considerevolmente superiore rispetto al valore di capitale economico della società. Ciò anche – e forse principalmente – per la tendenza da parte di molti gestori di portafoglio a seguire le scelte di investimento dei concorrenti per ridurre i costi di analisi e per calmierare i rischi di *underperformances* (sempre rispetto ai concorrenti), in un contesto in cui il flottante di questi titoli è spesso molto limitato.

Lo stesso scostamento fra valore oggettivo e prezzo di mercato del titolo nella fase precedente al *trigger time* può essere alla base di comportamenti opportunistici da parte dei promotori delle iniziative Internet che non abbiano obiettivi di lungo periodo e che vedono nelle elevate quotazioni la possibilità di dismettere gli *assets* e le risorse conferite all'iniziativa a condizioni straordinariamente favorevoli. È questa la ragione per cui in genere le società che gestiscono i Nuovi Mercati inseriscono, a tutela degli investitori finanziari, un obbligo di *lock-up* in capo agli azionisti-promotori. Si tratta dell'obbligo a non dismettere le azioni ante-IPO per un certo periodo successivo alla quotazione. La figura sottostante illustra le considerazioni sopra svolte. Sull'asse delle ordinate sono riportate le quattro fasi di sviluppo dell'impresa nella *new economy* già descritte nella precedente tabella.

Relazione tra prezzo, valore potenziale e valore dimostrabile nelle varie fasi di sviluppo di un'impresa Internet di successo



La prima fase si caratterizza per la *messa a punto di una value proposition* descritta attraverso un piano (almeno apparentemente) convincente. In quanto convincente il piano esprime un valore potenziale, stimabile per esempio sulla base della capitalizzazione dei flussi di cassa attesi al raggiungimento del successo dell'iniziativa (quello che in gergo finanziario si definisce il *terminal value* dell'iniziativa). Si tratta di un valore *puramente potenziale* in quanto non vi è ancora alcun riscontro né dell'effettiva capacità dell'impresa di realizzare il *business model* descritto nel piano, né della superiorità del *business model* stesso, come potrebbe essere testimoniata da un elevato ritorno in termini di clienti, di fatturato ecc.

Se si esprime il valore potenziale in forma non attualizzata, esso finisce con il coincidere con il *terminal value*, cioè con il valore che, a regime, l'iniziativa imprenditoriale mira a catturare. Espresso in questa forma, il valore potenziale non è funzione del tempo; ed è questa la ragione per cui è rappresentato da una retta tratteggiata parallela all'asse delle ascisse. In questa fase, in cui l'iniziativa è convincente solo sulla carta, non se ne può determinare un valore dimostrabile (e condivisibile): per questa ragione nel grafico il valore oggettivo, che è espresso dalla linea continua più marcata, è pari a zero.

L'elevato divario che sussiste fra valore potenziale e investimento necessario per tentare di catturarlo può tuttavia attirare un *private equity investor*, che, anticipando all'imprenditore una frazione del valore potenziale (il prezzo *private equity* nel grafico), partecipa alla speranza di poter catturare il valore potenziale nel futuro.

(segue)

L'iniziativa guadagna la seconda fase di sviluppo quando, oltre a disporre di una *value proposition* convincente, può contare su promotori tali da fornire garanzie sull'*inimitabilità del business model*. In questa fase non si dispone ancora di riscontri adeguati in merito alla risposta che il mercato riserverà all'iniziativa. Si può tuttavia disporre di qualche indicazione sia riguardo le capacità distintive che i promotori sono in grado di mobilitare e del bacino di relazioni commerciali che ciascun promotore porta in dote, sia riguardo le modalità attraverso le quali si intende far leva sulle capacità dei promotori al fine di generare valore.

La possibilità di disporre di competenze distintive (inimitabili) costituisce il primo riscontro su cui costruire una stima di valore più credibile. Si tratta naturalmente di un valore consistentemente inferiore rispetto al valore potenziale puro. Le stesse ragioni alla base della stimabilità di un valore dimostrabile (o supposto tale) permettono all'impresa, nonostante si trovi ancora in una fase di *start-up* (quindi senza storia), di accedere alla quotazione (ancorché su mercati specializzati, come i nuovi mercati).

Il prezzo IPO è spesso superiore al valore dimostrabile (o supposto tale) per via del contenuto di scommessa che caratterizza ancora l'iniziativa e che nel grafico è espresso dallo *spread* fra valore economico (linea scura) e valore potenziale (linea tratteggiata più spessa).

In tempi immediatamente successivi al collocamento, il prezzo dei titoli può mostrare un rialzo anche molto consistente per le ragioni già dette, oltre che per la scarsità di flottante rispetto alla domanda potenziale. La possibilità che il prezzo del titolo si discosti considerevolmente dal valore dimostrabile è così frequente che i nuovi mercati tutelano gli investitori di minoranza con l'introduzione, come già detto, di vincoli di *lock-up* in capo agli azionisti di rilievo nella società. In genere, comunque, nei primi 6-12 mesi post-quotazione i titoli Internet non riflettono nei prezzi di mercato il valore intrinseco del business, ma piuttosto il suo supposto valore potenziale.

Per questa ragione occorre distinguere fra *modelli di valutazione dei prezzi di titoli* (in grado cioè di stimare il valore potenziale) e *stima del valore dimostrabile*. Occorre anche considerare che in questa fase il mercato non esprime misure significative di rischiosità del *business* (giacché la volatilità di prezzo è più dovuta a condizioni di mercato finanziario che non a variazioni dei fondamentali). Prova ne sia che nei primi 6-12 mesi di quotazione di *start-up IPO* gli analisti non procedono al calcolo del coefficiente beta del titolo.

La terza fase di sviluppo dell'impresa Internet di successo si caratterizza per la disponibilità di metriche anticipatrici della *superiorità del business model*. Si tratta di misure di performance non solo coerenti con il piano, ma capaci di anticipare le future capacità reddituali. Si fa l'esempio del margine per cliente caratterizzato da una certa anzianità, oppure del costo di acquisizione della nuova clientela o, ancora, del tasso di ritenzione della clientela, cioè di misure che rappresentano primi risultati concernenti solo alcuni clienti o alcune aree di attività, ma che, se estese all'impresa nel suo complesso (cioè alla base di clienti già in essere, o all'insieme delle attività sviluppate), sarebbero in grado di conferire all'impresa un'adeguata capacità di reddito.

È questa la fase in cui scatta il *tempo di conferma (trigger time)*. In questa fase è calcolabile un valore dimostrabile dell'iniziativa superiore rispetto a quello della fase iniziale, in quanto scomponibile in due elementi: una capacità di reddito già raggiunta (ancorché suscettibile di richiedere tempo per manifestarsi) e le risorse intangibili d'impresa (che possono contribuire a formare il valore dimostrabile in quanto sia stata raggiunta la capacità di reddito). Il valore delle risorse intangibili fa riferimento alla capacità di accrescere la capacità di reddito per via di una crescita del *business* e un arricchimento del *revenue model*. Generalmente in questa fase la quotazione del titolo si avvicina al valore oggettivo dell'iniziativa e se ne discosta in relazione a circostanze di mercato.

L'ultima fase è quella in cui l'impresa Internet raggiunge una capacità di sovrareddito sostenibile nel tempo (sostenibilità del *business model*). È la fase del successo, in cui il management ha raggiunto l'obiettivo di catturare il valore potenziale in forme tali da ottenerne il riconoscimento tanto in un valore dimostrabile (o supposto tale) quanto nella quotazione del titolo.

B. La strategia IPO

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte si può comprendere quali siano gli elementi da considerare ai fini di una corretta strategia IPO.

Se l'impresa già dispone delle risorse finanziarie per avviare il proprio sviluppo, meglio sarebbe attendere di aver maturato un *track record* di misure aziendali in grado di fornire al mercato una base più solida di valutazione in termini di fondamentali. Un ingresso in borsa in questa fase (raggiunto il *trigger time*) consente, infatti, di meglio controllare, attraverso un processo trasparente di comunicazione, la dinamica di prezzo del titolo. Se la superiorità del *business model* può essere dimostrata e la strategia di sviluppo è condivisa dagli investitori, vi sono infatti tutte le condizioni affinché il prezzo del titolo mostri una dinamica simile a quella riportata nella figura precedente. Da questa si nota che dopo il *trigger time* il prezzo del titolo anticipa la dinamica del valore dimostrabile (o supposto tale) incorporando una frazione sempre più rilevante del valore potenziale, per via della fiducia che si instaura fra investitori e impresa.

Se la strategia è trasparente, nel senso che gode dell'attributo della *predictability* (prevedibilità) e l'impresa ha già generato un *business model* credibile, a ogni segnale di progresso coerente con la strategia il prezzo del titolo reagisce favorevolmente, in quanto si riducono i rischi per gli investitori. La capacità di mantenere il prezzo del titolo superiore al valore dimostrabile del business rappresenta quella parte della capitalizzazione di borsa che trae origine dalla fiducia del mercato nei confronti del management, pur non trovando spiegazione nei fondamentali. Abbiamo definito questa componente di capitalizzazione *management premium*.

Quando l'impresa necessita di capitali per avviare il proprio processo di sviluppo e gode comunque di credibilità per via delle risorse trasferite dai promotori, può ricorrere al mercato di borsa anche in netto anticipo, cioè prima del *trigger time*, quindi senza una base di attendibili misure aziendali tali da consentire valutazioni fondate su elementi obiettivi. Ciò accade tuttavia con evidenti rischi di non riuscire a gestire il prezzo di mercato del titolo, in tale condizione decisamente più esposto agli eventi generali di mercato e a quelli specifici dell'impresa. È il caso già considerato delle *start-up IPO*.

Quale

- pot
- ma
- cap
- all

13.6.2

Ciclicità
pluriennale
e ciclicità
specifiche

Figura 13



(segue)

Quale che sia la fase di ingresso in borsa, occorre considerare che il successo IPO è legato a quattro principali elementi:

- potenziale realistico e misurabile di sviluppo del *business* (esistenza di un valore potenziale);
- management convincente (valore delle opportunità);
- capacità di rappresentare la strategia attraverso metriche adeguate e dotate di razionalità (superiorità del *business model*);
- allineamento fra risorse, competenze e dimensione (adeguatezza della configurazione strutturale).

13.6.2 Aziende cicliche

Ciclicità pluriennale e ciclicità specifica

La condizione di ciclicità pluriennale interessa diversi settori operativi (se non altro in relazione ai grandi cicli economici), ma alcuni settori e *Business Units* sono colpiti da fenomeni di ciclicità specifica, che non di rado si sovrappongono e accentuano la ciclicità generale.

Basti pensare, a titolo d'esempio, alla ciclicità della chimica, della siderurgia, di alcuni rami della meccanica e del tessile; e così via.

Si consideri la Figura 13.3, che mette in evidenza la ciclicità storicamente accertata di due aziende (o *Business Units*), mediante l'andamento dei loro flussi annuali, flussi che, di solito, dipenderanno essenzialmente dall'andamento alterno dei prezzi e delle vendite, e perciò dai margini lordi e dal peso dei costi fissi. Supponiamo che la misurazione dei valori dei capitali economici avvenga nei momenti t_1 , t_2 , t_3 , nei quali rispettivamente: R_1 soverchia R_2 ; R_1 e R_2 sono in equilibrio; R_2 soverchia R_1 . Se si considerasse il flusso dell'ultimo anno, dimenticando l'aspetto della ciclicità, i valori delle due aziende (o *Business Units*) presenterebbero una dinamica stravagante: a seconda del momento l'uno soverchierebbe largamente o sarebbe nettamente inferiore o equivarrebbe all'altro. E ciò per la sola ragione del *contingente livello reddituale*.

Figura 13.3 Diverse periodicità reddituali di due aziende (o *Business Units*)

