

Prospetti informativi e valore

Giovanni Lombardo

Sommario: Premessa - 1. Gli obiettivi generali e i contenuti del prospetto informativo - 2. Le informazioni sul valore del capitale nel prospetto informativo - 3. Le informazioni sul valore del capitale: una verifica empirica - 3.1 La metodologia valutativa - 3.2. La metodologia DCF - 3.3. I multipli di mercato - 4. L'adeguatezza delle informazioni sul valore del capitale - 5. Conclusione - Bibliografia

Abstract

Il presente studio verifica le informazioni relative al capitale economico delle aziende, sulla base dei dati forniti al mercato in occasione della loro quotazione in borsa. Al riguardo sono stati analizzati i prospetti informativi pubblicati nel periodo 1995/2003, giungendo alla conclusione che l'informazione inerente alle metodologie valutative adottate è, generalmente, carente, dato che non vengono fornite informazioni specifiche in merito alla determinazione del valore dell'impresa. Si è evidenziato, altresì, come l'adozione della metodologia EVA, rispetto alle altre metodologie di valutazione, possa misurare meglio e, quindi, divulgare più adeguatamente il valore creato dall'impresa.

Premessa

L'informativa societaria fornita al mercato dei capitali, le relative modalità di diffusione e i suoi contenuti costituiscono aspetti essenziali in una gestione di impresa volta alla «creazione del valore». Infatti, le scelte di gestione di portafoglio degli investitori, siano essi risparmiatori o investitori istituzionali, sono basate principalmente sulla combinazione rischio-rendimento di un determinato investimento.

Le operazioni che riguardano investimenti nel capitale delle imprese, infatti sono inevitabilmente caratterizzate da asimmetrie informative, derivanti dall'essere i rendimenti attesi dei progetti di investimento meglio conosciuti da parte del management che li pianifica, piuttosto che dai potenziali investitori e risparmiatori chiamati a finanziarli. In tali condizioni di incertezza, l'informazione è un bene economico, il cui valore discende dalla sua idoneità ad agevolare le

decisioni di investimento, contenendone il rischio¹. La diffusione e la valutazione dell'informazione aziendale assumono, quindi, un ruolo cruciale.

In particolare, la valutazione del capitale economico di una azienda propedeutica alla sua quotazione in borsa ha l'obiettivo di contribuire al processo di *pricing* dei titoli da collocare presso gli investitori.

Questo scritto si propone di condurre una verifica sulle informazioni relative al capitale economico delle aziende che vengono fornite al mercato in tale occasione.

Al riguardo, sono stati esaminati n. 80 prospetti informativi pubblicati nel periodo 1995/2003.

Si sono rilevate le metodologie valutative adottate e quali informazioni sul valore sono state divulgate.

Quindi si è cercato di individuare quali possono essere i comportamenti che permettano di ridurre il grado di incertezza.

In concreto si sono individuate alcune vie attraverso le quali è possibile diffondere una maggiore informazione sull'impresa. Si tratta, fondamentalmente, della divulgazione delle grandezze aziendali che concorrono a determinare i cash flow e il loro valore attuale, seguendo la prassi di altre operazioni di finanza straordinaria; si è, altresì, messo in rilievo come l'adozione della metodologia EVA possa misurare e quindi divulgare il valore creato dall'impresa.

1. Gli obiettivi generali e i contenuti del prospetto informativo

Tutte le operazioni di sollecitazione all'investimento necessitano della preventiva comunicazione alla CONSOB, in modo da informare la Commissione circa le caratteristiche dell'operazione.

Le informazioni sull'operazione sono contenute in un prospetto, detto «prospetto informativo», che il sollecitante, in base alla normativa sui mercati mobiliari², deve allegare alla stessa comunicazione. Attraverso la pubblicazione del prospetto, le informazioni vengono portate a conoscenza degli investitori, affinché questi possano pervenire ad un «fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari» oggetto dell'operazione di sollecitazione. Pertanto, le notizie racchiuse nei prospetti non riguardano solamente le caratteristiche dei prodotti finanziari oggetto della sollecitazione, ma anche la posizione dell'emittente sotto il profilo della stabilità, dell'economicità e della liquidità dell'impresa. Pertanto l'informazione deve riguardare l'entità e la valutazione del patrimonio aziendale; l'entità dei costi e ricavi dell'attività aziendale; un giudizio

¹Arrow (1988), pp. 29-37.

²Cfr. il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico finanziario), Titolo II, Capo I, concernente la sollecitazione all'investimento. Cfr. anche la direttiva CE 2001/34/CE.

sulla necessità e la possibilità di ottenere finanziamenti, bancari e non, e la determinazione del peso degli oneri finanziari.

Il prospetto informativo deve, quindi, contenere tutti gli elementi informativi necessari per la valutazione dell'emittente e dell'evoluzione futura della sua attività e la sua prevedibile incidenza sul valore dei prodotti finanziari offerti ai risparmiatori.

Le diverse tipologie di prospetto sono, pertanto, dirette a consentire l'assunzione di decisioni consapevoli di investimento o disinvestimento. Questa funzione principale si evince dalla lettura delle direttive della Comunità europea in materia nonché dalla lettura dei vari regolamenti attuativi emanati dalla CONSOB.

I prospetti sono, quindi, indirizzati sia agli investitori sia ai consulenti finanziari; tuttavia, con il lemma «investitori» il legislatore comunitario si riferisce a coloro che siano forniti di competenze professionali adeguate³ o agli investitori che possano assumere ponderate decisioni di investimento con l'ausilio di esperti (intermediari, consulenti, gestori...).

Per quanto riguarda l'esposizione delle informazioni rilevanti, esse sono organizzate secondo schemi prefissati, suddivisi in sezioni, capitoli e paragrafi in base a un ordine rigorosamente stabilito dai regolamenti CONSOB⁴. Questa standardizzazione è giustificata sia dall'esigenza di completezza delle informazioni da pubblicarsi, sia dall'opportunità di fornire al mercato documenti omogenei, in modo da agevolarne la lettura e la comparazione. La formulazione di schemi obbligatori di prospetto opera poi talune essenziali distinzioni, a seconda dei tipi di titoli, di emittenti e di operazioni cui il documento informativo è riferito. Per questo motivo, negli allegati ai regolamenti CONSOB sono previsti numerosi schemi, i quali differiscono tra loro solamente per quanto è strettamente necessario in relazione agli elementi selezionati come peculiari.

Circa i contenuti essenziali del prospetto, occorre precisare che la disciplina regolamentare, spesso in evoluzione e in linea con le proposte innovative a livello europeo, si è recentemente orientata verso un processo di semplificazione e snellimento dei prospetti stessi, modificando nel tempo la quantità delle informazioni da pubblicarvi.

L'attuale disciplina fa capo alla direttiva 89/298/CEE, nonché al regolamento della CONSOB 14 maggio 1999, n. 11971, e successive modificazioni⁵.

Le informazioni richieste variano da operazione a operazione, a seconda che si tratti di investimenti (IPO, OPV, OPS), disinvestimenti (OPA), o altre operazioni di finanza straordinaria quali fusioni e scissioni; la finalità è generalmente quella di fornire ai risparmiatori un'adeguata informazione sui caratteri dell'operazione e

³Cfr. Ferrarini (1993), p. 260.

⁴Cfr. in particolare i regolamenti CONSOB n. 11520/98, n. 11971/99 e n. 12475/2000 ed i relativi allegati.

⁵Il regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 ha dato attuazione al TUF. Tale regolamento è stato successivamente modificato con delibere n. 12475 del 6 aprile 2000, n. 13086 del 18 aprile 2001, n. 13106 del 3 maggio 2001, n. 13130 del 22 maggio 2001, n. 13605 del 5 giugno 2002, n. 13616 del 12 giugno 2002, n. 13924 del 4 febbraio 2003, n. 14002 del 27 marzo 2003 e n. 14372 del 23 dicembre 2003.

di assicurare loro la parità di trattamento; in particolare, considerando ad esempio il caso di un'OPA, i destinatari della stessa non sono tutti i risparmiatori, ma solo coloro che hanno già investito i loro capitali nell'acquisto dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta, e che sono pertanto i soli in grado di rivenderli o scambiarli. Inoltre, poiché per i risparmiatori destinatari dell'OPA non si tratta di un'operazione che comporta il rischio dell'investimento (essendo un'operazione di disinvestimento), è sufficiente che l'offerente limiti le informazioni del documento solo a quelle necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta di acquisto dei loro prodotti finanziari, senza che occorra, com'è prescritto invece per le sollecitazioni all'investimento, che l'offerente vi inserisca le informazioni necessarie «affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio anche sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente».

Il contenuto del prospetto è stato rivisto recentemente dalla direttiva 2003/71/CE del 4 novembre 2003 e dal regolamento (CE) n. 809 del 29 aprile 2004 di attuazione, che dovranno essere osservati a partire dal 1° luglio 2005.

Tra le novità è da citare lo «sdoppiamento» del prospetto in due parti: la prima, riguardante l'emittente, dovrà essere aggiornata ogni anno contestualmente al bilancio o alla relazione semestrale e dovrà pertanto contenere tutte le informazioni essenziali riguardanti la società che emette uno strumento finanziario. La seconda sarà invece dedicata al titolo, obbligazionario o azionario, oppure al fondo d'investimento oggetto dell'offerta, precisandone le caratteristiche e segnalandone i profili di rischio e di investimento. Quest'ultima innovazione consente, quindi, all'emittente di titoli quotati o diffusi la facoltà di poter pubblicare in momenti distinti la sezione del prospetto contenente informazioni sull'attività e sulla propria situazione economica, patrimoniale e finanziaria, rispetto a quelle parti del prospetto relative allo strumento finanziario e all'operazione finanziaria cui si riconnette l'obbligo di redazione del prospetto medesimo (riguardante la quotazione e/o un'offerta pubblica). Tale sistema rappresenta una modalità di aggiornamento costante nel corso di ogni anno delle informazioni sull'emittente in esame, attraverso la pubblicazione del cosiddetto «documento informativo sull'emittente».

2. Le informazioni sul valore del capitale nel prospetto informativo

Gli schemi di prospetto predisposti dalla CONSOB richiedono che siano pubblicate anche informazioni inerenti al valore del capitale economico dell'azienda. Ai fini del presente lavoro sono state prese in considerazione tali informazioni con riferimento, come già detto, alle operazioni di quotazione in Borsa⁶.

⁶Cfr. il regolamento Consob n. 11971/99 e successive modificazioni, parte terza, schema 1, allegato 1 B.

Circa la misura del valore dell'azienda nell'ambito di una IPO, la CONSOB prescrive, nella sezione dedicata alle «informazioni riguardanti la sollecitazione», l'indicazione del «prezzo di offerta al pubblico, con esplicitazione dei criteri di determinazione di tale prezzo e l'indicazione del valore nominale (o della parità contabile), del sovrapprezzo ed eventualmente dell'ammontare delle spese messe esplicitamente a carico del sottoscrittore o dell'acquirente»; prescrive, inoltre, nella sezione dedicata alle «avvertenze all'investitore», l'indicazione degli «scostamenti significativi tra i moltiplicatori di mercato dell'emittente, calcolati sulla base del prezzo di collocamento (ovvero dell'intervallo di prezzo massimo e minimo nelle sollecitazioni finalizzate alla quotazione) e quelli medi aggregati dell'eventuale corrispondente settore del listino italiano e delle principali borse europee, con l'indicazione delle società considerate». Non viene più richiesta dal 2 gennaio 1998⁷, una perizia di stima ufficiale, che attesti il valore venale dei titoli e il criterio di determinazione di tale valore. Si ricorda che prima di tale data era richiesto un certificato peritale predisposto dal Consiglio di Borsa.

Nella maggioranza dei casi, nel prospetto informativo viene inserito un range di prezzo indicativo o non viene fornita alcuna indicazione puntuale di prezzo, rinviando a successivi avvisi pubblici la definizione del range e del prezzo massimo. La particolarità di tale meccanismo concerne la valenza del range esposto: infatti questo intervallo, espressivo del *fair value* della società, è da considerarsi non vincolante ai fini della definizione del prezzo di collocamento, il quale pertanto può essere determinato anche al di fuori dell'intervallo di valorizzazione indicativo indicato nel prospetto informativo. In questi casi il «prezzo massimo» viene fissato tenendo conto delle condizioni dei mercati nazionali ed esteri nel periodo immediatamente precedente l'Offerta Pubblica, delle indicazioni di interesse (prezzo, qualità e quantità) fornite dagli investitori istituzionali nell'ambito dell'attività di marketing dell'Offerta Globale. Il prezzo dell'offerta viene, poi, determinato tenendo conto, tra l'altro, della domanda espressa nell'ambito del collocamento istituzionale e delle adesioni pervenute nell'ambito dell'Offerta Pubblica, nonché dell'andamento dei mercati.

In precedenza, ma ciò soltanto fino al 1995, il prezzo indicato nel prospetto informativo, risultante dalla perizia degli organi di borsa, era considerato il tetto massimo del prezzo di offerta dei titoli; da quando la Brembo s.p.a. effettuò l'offerta delle proprie azioni al prezzo unitario di 11.300 lire, a fronte di una valutazione peritale di 10.000 lire, la tradizione storica si è interrotta, lasciando spazio alle nuove tecniche di formazione dei prezzi, quale quella del *bookbuilding*, che viene sostanzialmente a configurarsi come meccanismo di asta⁸.

In vista delle annunciate alleanze tra le Borse europee e dell'inevitabile processo di integrazione tra i mercati, dopo che sono state elaborate dal

⁷Da tale data la Borsa italiana è gestita da una società privata, la Borsa Italiana s.p.a., che nel nuovo regolamento che si è data, per effetto del quale le regole dell'ammissione alla quotazione sono state innovate, non richiede più che venga prodotto il certificato peritale.

⁸Cfr. Ferrari - Iannuzzi (1998), p. 73.

C.E.S.R.⁹, l'associazione delle Consob europee, alcune bozze di regolamento attuativo della direttiva 2003/71/EC, si è giunti alla recente approvazione del regolamento (CE) 809 del 29 aprile 2004.

In particolare, questo recentissimo regolamento prevede la possibilità di richiedere¹⁰, da parte dell'Autorità competente dello Stato membro d'origine, «informazioni adattate in aggiunta agli elementi di informazione inclusi negli schemi e nei moduli previsti agli articoli 4-20, ivi compresa, se de caso, una **stima delle attività dell'emittente o un'altra relazione di un esperto**, per ottemperare all'obbligo di cui all'art. 5, paragrafo 1, della direttiva 2003/71/CE», ossia fornire «tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, sono necessarie affinché gli investitori possano valutare con cognizione di causa la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici e le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, come pure i diritti connessi agli strumenti finanziari stessi. Le informazioni sono presentate in una forma facilmente analizzabile e comprensibile».

Tali perizie di stima possono essere richieste a tutte le società appartenenti al settore immobiliare, a quello minerario, alle società di investimento, alle società operanti nel settore della ricerca scientifica, alle società che hanno avviato l'attività da meno di tre anni (società *start-up*) e alle compagnie di trasporto marittimo.

Le perizie vanno allegate al prospetto informativo, e precisamente nella parte denominata dalla Direttiva CE «Documento di registrazione».

Infine, nel nuovo regolamento è contenuta una sezione riguardante le **previsioni e le stime degli utili futuri**, da inserire, a discrezione dell'emittente, nel «documento di registrazione».

In particolare, ove presente, tale sezione dovrà contenere una relazione che illustri i principali presupposti su cui l'emittente ha basato la previsione o la stima, distinguendo chiaramente tra presupposti relativi a fattori sui quali i membri degli organi di amministrazione, di direzione e di vigilanza possono influire e presupposti relativi ai fattori sui quali i medesimi membri non hanno alcuna influenza. Tali presupposti devono esser facilmente comprensibili da parte degli investitori, specifici e precisi e non devono far riferimento all'esattezza generale delle stime alla base della previsione. Inoltre, dovrà esser allegata una relazione redatta da contabili o revisori indipendenti attestante che, a giudizio di detti esperti, la previsione o la stima è stata compilata correttamente sulla base indicata e che la base contabile utilizzata per la previsione degli utili è coerente con i criteri contabili dell'emittente. Infine, la previsione o la stima degli utili deve

⁹Il CESR (Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari), prima di formulare i suoi pareri definitivi, compie delle consultazioni tra gli operatori di mercato e il vasto pubblico. Detto organo è stato istituito con la decisione 2001/527/CE della Commissione del 6 giugno 2001.

¹⁰Le disposizioni del regolamento si applicano, come già detto, a partire dal 1° luglio 2005.

essere elaborata su una base comparabile a quella delle informazioni finanziarie relative agli esercizi passati e qualora sia stata pubblicata una previsione di utili in un prospetto ancora valido, l'emittente deve dichiarare se, alla data del documento di registrazione, la previsione è o no ancora corretta e, nel caso in cui la previsione non sia più valida, spiegarne i motivi.

Attualmente i prospetti informativi predisposti in occasione della quotazione in borsa non contengono tali dati.

3. Le informazioni sul valore del capitale: una verifica empirica

La presente verifica esamina quali informazioni sul valore sono state effettivamente fornite dal 1995 al 2003 nei prospetti informativi predisposti per l'ammissione alla quotazione presso la Borsa Valori¹¹.

A tali fini, con riferimento agli anni 1995-1997, sono stati analizzati i certificati peritali redatti dal Consiglio di Borsa.

Con riferimento agli anni successivi, per i quali il certificato peritale non era più richiesto, sono state analizzate le parti del prospetto informativo riguardanti il prezzo di offerta, contenente le informazioni sul valore e sulla stima del capitale economico dell'azienda, nonché il calcolo dei moltiplicatori aziendali e dei multipli di mercato.

Si è cercato, in particolare, di rilevare se e quali formule e metodi le imprese hanno approntato per misurare e prevedere la performance dell'impresa.

I prospetti informativi analizzati sono ottanta e rappresentano un campione prossimo all'universo, comprendendo più del 90% delle società che si sono quotate sul Mercato nel periodo oggetto di esame. Si deve aggiungere che non sono state trattate le aziende di credito a causa della loro specificità e delle conseguenti problematiche valutative. Parimenti, non sono state prese in considerazione le società che si sono quotate sul Nuovo Mercato, fenomeno che ha interessato solo il periodo 1999-2001.

3.1. La metodologia valutativa

Un primo elemento caratterizzante la ricerca del valore dell'azienda è afferente alla metodologie di stima adottata per quantificare il valore del capitale economico.

Al riguardo, occorre osservare che le metodologie valutative sono mutate nel corso del tempo. Infatti, negli anni precedenti al 1995 il metodo principale per la stima del valore delle società quotande è stato quello misto patrimoniale-reddituale, mentre i metodi di controllo preferiti sono stati alternativamente quello

¹¹Tali documenti sono stati reperiti presso l'archivio prospetti della Consob e presso la biblioteca della Borsa Italiana.

reddituale, quello patrimoniale e quello dei multipli di mercato. Il metodo reddituale è stato applicato per l'ultima volta nel 1995¹²; già nel corso del 1995 il Consiglio di Borsa aveva attuato un graduale abbandono dei metodi patrimoniale, reddituale e misto, in favore della metodologia DCF.

Dal 1995 le metodologie usualmente adottate sono il DCF e i multipli di mercato.

Dall'esame dei prospetti informativi risulta che l'informazione sulla metodologia seguita è stata la seguente:

Tabella 1 - La metodologia valutativa dal 1995 al 2003

M E T O D O	N° I P O	%
DCF E/O MULTIPLI	64	80%
NESSUNA INDICAZIONE	16	20%
TOTALE	80	100%

3.2. La metodologia DCF

Con riferimento alla metodologia DCF, si sono rilevati quali parametri aziendali sono stati divulgati.

Al riguardo, nei prospetti informativi risulta l'utilizzo della configurazione «*unlevered*», in base alla quale il flusso di cassa di ogni esercizio è determinato come somma algebrica di ricavi e costi operativi monetari, al netto del carico fiscale, cui sono sottratti gli investimenti netti in immobilizzazioni e in capitale circolante, senza conteggiare gli oneri finanziari. Ai fini della determinazione del tasso di attualizzazione, si utilizza, conformemente al modello del *Capital Asset Pricing Model*, la nota formula:

$$WACC = E/(D+E) \times [R_f + \beta (R_m - R_f)] + D/(D+E) \times i (1-t)$$

dove:

WACC = costo medio ponderato del capitale;

E = patrimonio netto

D = debiti finanziari

R_f = tasso free risk

R_m = rendimento del mercato azionario

β = coefficiente beta del *Capital Asset Pricing Model*

R_f + β (R_m - R_f) = tasso di rendimento del capitale proprio

i = costo del debito al lordo dell'effetto fiscale

t = aliquota d'imposta che determina lo scudo fiscale

i (1 - t) = costo del debito al netto dello scudo fiscale.

¹² Cfr. i certificati peritali relativi alle società Savino del Bene s.p.a. e Gildemaister Italiana s.p.a.

Per la stima del valore residuo, che esprime la valutazione sintetica dei cash flow prodotti oltre il periodo di riferimento analiticamente considerato nel piano, si utilizza la formula:

$$W \text{ residuo (al tempo } n) = CFN / (WACC - g)$$

dove g è il tasso di crescita del cash flow nel lungo periodo e CFN è il flusso di cassa al termine del periodo di riferimento.

L'esame dei prospetti informativi ha evidenziato un diverso flusso di informazioni fino al 1997 e successivamente a tale data in corrispondenza dell'abbandono del certificato peritale (tabella 2).

Infatti, sino al 1997, dove la stima del capitale economico era contenuta nel certificato peritale allegato al prospetto informativo, era prassi fornire al mercato le seguenti informazioni:

a. periodo temporale della stima

L'orizzonte temporale della stima dei flussi di cassa futuri era, nella prassi del Consiglio di Borsa, di dieci anni. La base di partenza era costituita normalmente dai piani a tre-cinque anni elaborati dalla società, che venivano profondamente rivisti e discussi con i responsabili della società quotanda e, quindi, proiettati per gli anni successivi.

b. tasso di attualizzazione

Il tasso WACC era sempre indicato.

c. fattore «g»

Il tasso di crescita dell'impresa era usualmente indicato.

Era, inoltre, prassi del Consiglio di Borsa, in sede di applicazione del metodo DCF, operare un'analisi di sensitività volta a stimare l'effetto prodotto sul valore dalla variazione di una o più variabili chiave. Al riguardo, le variabili considerate più frequentemente risultano essere state il tasso di crescita dei ricavi, il livello dei margini operativi e l'ammontare degli investimenti.

A partire dal 1998, contrariamente a quanto avveniva con la prassi del certificato peritale, quasi nessuna società ha indicato l'arco temporale di riferimento del metodo DCF, nonché il tasso di attualizzazione e il tasso di crescita perpetua. Gli unici prospetti informativi che forniscono tale dato, 3 su 30, fanno riferimento ad un arco temporale di 5 o 6 anni, ad un premio per il rischio pari al 4%, ad una crescita perpetua non superiore al tasso di inflazione attesa, ad un tasso Risk Free pari al 5,7% (Centrale del Latte di Torino) e al 5,58% (Saeco) e ad un beta pari a 0,72 (Centrale del Latte di Torino) e a 1,1 (Saeco)¹³.

¹³Cfr. i prospetti informativi di Mariella Burani s.p.a., luglio 2000, p. 157; Centrale del Latte di Torino s.p.a., ottobre 2000, pag. 156; Saeco Group s.p.a., novembre 2000, p. 169.

Tabella 2 - La presenza dei parametri del DCF nei prospetti informativi dal 1995 al 2003

DATA	I P O	ARCO TEMP.	VALORI	WACC	K _e	TASSO RISK FREE	BETA (β)	PREMIO PER IL RISCHIO	g
GIU-95 BREMBO		*		*					*
GIU-95 BULGARI		*		*					*
SET-95 CRESPI SO.PA.F		*		*					
GEN-96 AUTOGRILL FIN		*		*					*
MAG-96 ESAOTE BIOMEDICA		*		*					*
MAG-96 ROLAND EUROPE		*		*					*
GIU-96 MEDIASET		*		*					*
GIU-96 RENO DE' MEDICI		*		*					
AGO-96 RICCHETTI		*		*					*
SET-96 AMGA		*		*					*
OTT-96 ZUCCHINI		*		*					*
NOV-96 INTERPUMP GROUP		*		*					*
DIC-96 STET - SEAT		*		*					
GEN-97 DEROMA HOLDING		*		*					
GEN-97 ARQUATI		*		*					*
GIU-97 MANULI RUBBER		*		*					
SET-97 TELECOM		*		*					*
SET-97 ERG		*		*					
NOV-97 SADI		*		*					
NOV-97 ITTIERRE		*		*					
GEN-98 ARQUATI									
APR-98 LAZIO									
MAG-98 GEFRAN									
GIU-98 BUFFETTI									
GIU-98 SOL									
MAR-99 DUCATI									
GIU-99 COIN									
GIU-99 ACEA									
LUG-99 VEMER									
LUG-99 MARCOLIN									
LUG-99 PERMASTEELISA									
OTT-99 ACSM COMO									
OTT-99 GIUGIARO									
OTT-99 ENEL									
GIU-00 FERRETTI									
GIU-00 LAVORWASH									
GIU-00 MARIELLA BURANI		*						*	*
GIU-00 CALTAGIRONE EDIT.									
OTT-00 CENTR. LATTE TORINO		*				*	*	*	*
NOV-00 AEM TORINO									
NOV-00 SAECO		*				*	*	*	
GEN-01 ACEGAS									
MAG-01 BIESSE									
GIU-01 AMPLIFON									
OTT-01 NEGRI BOSSI									
NOV-02 SOCOTHERM									
DIC-02 FIERA MILANO									
MAR-03 META									
GIU-03 HERA									
OTT-03 TREVISAN									

Fonte: PROSPETTI INFORMATIVI. ELABORAZIONE

3.3. I multipli di mercato

Dal 1995, come si è già detto, si è consolidata la tendenza della maggior parte delle aziende ad utilizzare, ai fini della valutazione del capitale economico, anche il criterio empirico dei multipli delle società comparabili; tale prassi è legata all'esigenza di verificare la coerenza del risultato della valutazione di un'azienda in via di quotazione con la valutazione già espressa dal mercato per aziende confrontabili.

Nei casi in cui il metodo dei multipli è stato utilizzato come metodo principale e non con mera valenza di controllo dei DCF¹⁴, tale scelta è stata giustificata dalla difficoltà di operare stime attendibili sugli andamenti dei prezzi e dei margini in un orizzonte di medio periodo, a causa della molteplicità e della imprevedibilità delle variabili che concorrono alla loro determinazione.

Si rammenta, altresì, che dal 1° luglio 1999 occorre fornire nel prospetto informativo anche l'indicazione degli scostamenti significativi tra i moltiplicatori di mercato dell'emittente, calcolati sulla base del prezzo di collocamento o dell'intervallo di valorizzazione indicativo del capitale economico della società e quelli medi aggregati dell'eventuale corrispondente settore del listino italiano e delle principali borse europee, con l'indicazione delle società considerate.

L'analisi sul campo riferita a tale metodologia evidenzia i seguenti risultati (Tab. 3).

Complessivamente nei 68 casi in cui si è controllato il valore con i moltiplicatori di borsa, ben 40 volte si è fatto ricorso al P/E, 23 volte all'EV/Ebit, 26 volte ad EV/Ebitda e 31 volte a P/CF, 23 volte al P/BV e 11 volte all'EV/Sales. Soltanto tre società hanno applicato tutti e sei coefficienti di borsa e in cinque casi si è utilizzato un solo parametro per il controllo (sempre il P/E). In media si è ricorso a 2,5 moltiplicatori per valutazione.

Dall'analisi effettuata emerge che sono stati utilizzati anche moltiplicatori più caratteristici e peculiari di ciascuna realtà aziendale, quali P/Dividend, P/RODI, P/Ebit, P/Ricavi per azione e altri ancora¹⁵.

Con riferimento al periodo antecedente al 1° luglio 1999, occorre rilevare che ben il 90% delle società hanno esposto gli indicatori per azione, rapportandoli al valore minimo e massimo dell'intervallo di valorizzazione indicativo del capitale economico della società, senza tuttavia indicare un campione di società comparabili.

¹⁴ Cfr. il prospetto dell'Eni s.p.a., valutata dal Consiglio di borsa utilizzando i multipli «capitalizzazione netta / utile netto» (p/e) e «capitalizzazione netta / cash flow» (p/cf) di società comparabili.

¹⁵ Cfr., per esempio, i prospetti informativi di Coin s.p.a., giugno 1999, p.12; Trevi s.p.a., giugno 1999, p. 9; A. S. Roma, maggio 2000, p. 13; Lavorwash s.p.a., giugno 2000, p. 8; Caltagirone Editore s.p.a., giugno 2000, p. 23.

Tabella 3 - La presenza dei valori dei multipli di mercato di società comparabili nei prospetti informativi dal 1995 al 2004

DATA	I P O	MULTIPLI CONSIDERATI (1)					
		P/E	P/BV	P/CF	EV/ SALES	EV/ EBIT	EV/ MOL
MAG-95	IMA	*				*	*
GIU-95	BREMBO	*				*	*
GIU-95	STAYER	*				*	*
GIU-95	BULGARI	*				*	
SET-95	CRESPI	*		*		*	*
OTT-95	LA DORIA	*		*		*	*
NOV-95	PAGNOSSIN	*				*	*
NOV-95	CARRARO	*		*			
NOV-95	GILDEMEISTER	*		*			
DIC-95	SAVINO DEL BENE	*		*		*	
MAG-96	ESAOTE	*					
AGO-96	RICCHETTI	*				*	
OTT-96	ZUCCHINI			*			*
NOV-96	INTERPUMP GROUP					*	*
NOV-96	IRCE	*				*	*
GEN-97	ARQUATI	*				*	
GEN-97	DEROMA	*					
GIU-97	IDRA PRESSE	*					
GIU-97	CSP INT.					*	*
GIU-97	MANULI RUBBER					*	
SET-97	ERG	*					
NOV-97	SADI	*					
NOV-97	ITTIERRE	*		*			
NOV-97	CEMBRE	*		*			
APR-98	LAZIO						
MAG-98	GEFRAN						
GIU-98	BUFFETTI	*	*	*			
GIU-98	SOL	*	*	*			
GIU-98	CASTELGARDEN	*	*	*			*
MAR-99	DUCATI		*	*			
GIU-99	COIN		*	*	*		*
GIU-99	TREVI	*	*	*	*	*	
GIU-99	ACEA						
LUG-99	VEMER	*	*	*			
LUG-99	MARCOLIN	*	*	*	*	*	*
LUG-99	PERMASTEELISA						
OTT-99	ACSM COMO	*	*	*		*	*
OTT-99	GIUGIARO	*	*	*			
OTT-99	ENEL						
NOV-99	BASICNET						
NOV-99	GRANDI NAVI VELOCI						

- SEGUE -

- SEGUE TABELLA 3 -

DATA	I P O	MULTIPLI CONSIDERATI ⁽¹⁾					
		P/E	P/BV	P/CF	EV/ SALES	EV/ EBIT	EV/ MOL
NOV-99	AUTOSTRAD						
MAG-00	ROMA CALCIO		* ■	* ■			*
MAG-00	FINMECCANICA						
GIU-00	FERRETTI	* ■	* ■	* ■			* ■
GIU-00	LAVORWASH	* ■	* ■	* ■		* ■	* ■
GIU-00	MARIELLA BURANI	* ■	* ■	* ■	* ■		* ■
GIU-00	CALTAGIRONE EDIT.	* ■	* ■	* ■			
LUG-00	ADF AREOP. FIRENZE		* ■	* ■	* ■		* ■
OTT-00	NOVUSPHARMA	*	* ■	*	*		
OTT-00	CENTR. LATTE TORINO	* ■	* ■	* ■	* ■		* ■
NOV-00	AEM TORINO						
NOV-00	SAECO	* ■	*	*	* ■		* ■
NOV-00	LUXOTTICA						
GEN-01	ACEGAS	* ■	* ■	* ■	* ■	* ■	* ■
MAG-01	BIESSE	*		*			*
GIU-01	AMPLIFON	*	*			*	*
OTT-01	NEGRI BOSSI	* ■			* ■	* ■	
NOV-01	SNAM						
GIU-02	PIRELLI R.E.						
LUG-02	ASM BRESCIA						
NOV-02	SOCOTHERM						
DIC-02	FIERA DI MILANO						
MAR-03	META		* ■	* ■		* ■	* ■
GIU-03	HERA						
OTT-03	TREVISAN	* ■	* ■	* ■	* ■	* ■	* ■
OTT-03	ISAGRO						
DIC-03	SORIN						

(1) Presenza dei valori nel prospetto informativo:

* presenza del moltiplicatore

* ■ presenza del moltiplicatore e del multiplo comparato.

LEGENDA:

P/E = capitalizzazione netta/utile netto; **P/BV** = capitalizzazione netta/patrimonio netto; **P/CF** = capitalizzazione netta/flusso di cassa; **EV/Sales** = (capitalizzazione + indebitamento finanziario) / ricavi netti; **EV/Ebit** = capitalizzazione lorda/risultato operativo; **EV/Mol** (o Ebitda) = capitalizzazione lorda/margine operativo lordo.

N.B.: dal 1° luglio 1999 l'indicazione delle comparabili è obbligatoria.

Fonte: PROSPETTI INFORMATIVI. ELABORAZIONE.

Con riferimento alle società quotate dopo il 1° luglio 1999, dall'esame dei prospetti informativi si osserva che poco meno della metà delle società, (16 su 35) non hanno affatto menzionato gli «indicatori per azione», limitandosi, generalmente, ad un rinvio agli avvisi integrativi da pubblicarsi sulla stampa economico-finanziaria entro i cinque giorni antecedenti il periodo di offerta. Inoltre, con particolare riferimento alle società che hanno pubblicato i moltiplicatori, circa un terzo (6 su 19), non si sono preoccupate di illustrare il campione delle società comparabili, non specificandone né i nomi né i valori dei rispettivi moltiplicatori (tabella 4).

Tabella 4 - I multipli dell'IPO e delle comparabili dal 1° luglio 1999

MULTIPLI	N° IPO	%
MULTIPLI + COMPARABLES	13	37%
MULTIPLI	6	17%
NESSUNA INDICAZIONE	16	46%
TOTALE	35	100%

Circa la dimensione, la varietà e la significatività dei campioni di riferimento, si osserva che gran parte di essi sono costituiti da un basso numero di società (in media 5, conteggiando solo le società che hanno fornito tale indicazione) e che in 2 casi è stata reperita una *comparable* sola (tabella 5).

In presenza di scostamenti tra gli indicatori della quotanda e quelli del settore o del campione di riferimento, nei prospetti informativi, a giustificazione, si legge nella maggior parte dei casi che non si sono riuscite a reperire società che svolgano la propria attività secondo modelli di business confrontabili pienamente con la società quotanda in esame¹⁶; questa eterogeneità è generalmente attribuita alla scarsità delle imprese già quotate alla Borsa italiana o in borse europee. In altri commenti, invece, si sostiene che questo gap è dovuto al fatto che i moltiplicatori delle altre società sono riferiti a dati economici e patrimoniali storici, mentre l'analisi svolta ai fini della determinazione dell'intervallo di valorizzazione del capitale economico della società in questione si è avvalsa anche dell'utilizzo di indicatori prospettici¹⁷. Altri, ancora, rilevano che gli scostamenti sono da attribuire ai risultati economici negativi ottenuti nell'ultimo esercizio dovuti a recenti fusioni con società in perdita («discolpando» quindi il management del proprio gruppo), oppure alla distribuzione di riserve facoltative, ad accantonamenti al fondo rischi o al cambiamento dei criteri di valutazione delle giacenze di magazzino.

¹⁶ Cfr., per esempio, i prospetti informativi A.S. Roma s.p.a., maggio 2000, p.13; Caltagirone Editore s.p.a., giugno 2000, p. 23.

¹⁷ Cfr., per esempio, il prospetto informativo Lavorwash s.p.a., giugno 2000, p. 9.

Tabella 5 - Il numero di comparables indicato nei prospetti informativi dal 1° luglio 1999

DATA	I P O	COMPARABILI MENZIONATE	DATA	I P O	COMPARABILI MENZIONATE
LUG-99	VEMER	-	NOV-00	AEM TORINO	-
LUG-99	MARCOLIN	-	NOV-00	SAECO	4
LUG-99	PERMASTEELISA	-	NOV-00	LUXOTTICA	-
OTT-99	ACSM COMO	10	GEN-01	ACEGAS	5
OTT-99	GIUGIARO	-	MAG-01	BIESSE	9
OTT-99	ENEL	-	GIU-01	AMPLIFON	4
NOV-99	GRANDI NAVI VELOCI	-	OTT-01	NEGRI BOSSI	7
NOV-99	AUTOSTRADA	-	NOV-01	SNAM	-
NOV-99	BASICNET	-	GIU-02	PIRELLI R.E.	-
MAG-00	FINMECCANICA	-	LUG-02	ASM BRESCIA	-
MAG-00	ROMA CALCIO	9	NOV-02	SOCOTHERM	-
GIU-00	FERRETTI	4	DIC-02	FIERA MILANO	-
GIU-00	LAVORWASH	1	MAR-03	META	7
GIU-00	MARIELLA BURANI	4	GIU-03	HERA	-
GIU-00	CALTAGIRONE ED.	3	OTT-03	TREVISAN	-
LUG-00	AdF AEROP.FIRENZE	4	OTT-03	ISAGRO	-
OTT-00	NOVUSPHARMA	-	DIC-03	SORIN	-
OTT-00	CENTR.LATTE TORINO	1			

Fonte: PROSPETTI INFORMATIVI. ELABORAZIONE

4. L'adeguatezza delle informazioni sul valore del capitale

Si è constatato che le metodologie valutative utilizzate dalle società sono, usualmente, il metodo dei flussi di cassa attualizzati e il metodo dei multipli di mercato.

Con riferimento al metodo finanziario, dalla lettura dei prospetti informativi è risultato che nella maggior parte dei casi non è stata fornita alcuna informazione.

Infatti, a partire dal 1998, solo tre società, sulle trenta che hanno esplicitamente affermato di aver utilizzato la metodologia finanziaria, hanno indicato alcuni parametri di questo metodo (tabella 2).

Il metodo finanziario comporta una previsione circa l'andamento degli elementi aziendali e rappresenta la metodologia che meglio fornisce le informazioni sul valore attuale dei flussi di cassa che l'azienda sarà in grado di generare in futuro. Pertanto, per un'adeguata informazione, appare necessario che siano comunicati all'investitore i cash flow attesi, il tasso risk free, il premio al rischio, il WACC nell'approccio *asset side* e il tasso di crescita atteso (g).

Peraltro si può porre il problema se la divulgazione di tali informazioni aziendali possa nuocere all'emittente, in quanto, così facendo, le società concorrenti verrebbero a conoscenza dei budget dell'impresa. Al riguardo, si osserva che non sembra che il rendere noto i cash flow possa danneggiare l'azienda quotanda, in quanto i fattori strategici macro e micro economici che possono condizionare l'attività dell'azienda che si appresta a quotarsi in Borsa, i rischi di mercato, i programmi futuri e le strategie, sono già divulgati nella sezione del prospetto informativo riguardante le «informazioni relative all'attività aziendale». Si tratta, semmai, di individuare nell'ambito della formazione del free cash flow, quali grandezze debbano essere divulgate.

Al riguardo, in parecchi documenti informativi redatti in occasione di altre operazioni straordinarie, sono stati esplicitati diversi componenti della dinamica economica e finanziaria.

Prendendo in esame recenti operazioni, nel conferimento da parte del Gruppo COIN della divisione OVIESSE, attuata all'inizio del 2004, sono stati pubblicizzati i dati previsionali relativi al triennio 2004-2007 delle principali voci del conto economico, quali: i ricavi, il costo del venduto, i costi di vendita, i costi del personale, gli investimenti in marketing, i costi della logistica, i servizi della capogruppo, gli ammortamenti, nonché i nuovi investimenti. Si è data, quindi, un'adeguata informativa di come si è pervenuti a quantificare l'utile lordo mercantile, il margine lordo, l'Ebitda, l'Ebit e i free cash flow¹⁸.

Nel comparto bancario, nell'ambito del programma di ristrutturazione del Gruppo Bancario Bipielle, attuato a fine 2003, sono stati divulgati i dati concernenti il margine di interesse, il margine di intermediazione, il risultato dell'attività caratteristica e l'utile netto sia dell'esercizio in corso, sia dei due anni successivi 2004-2005, di otto aziende di credito¹⁹ coinvolte nel progetto. Inoltre sono stati divulgati i flussi di dividendo potenziale per il triennio 2003-2005 e il valore terminale di altre due aziende²⁰.

Appare, quindi, che ai fini di una adeguata informativa al risparmiatore, occorrerebbe pubblicizzare anche nei prospetti informativi delle IPO le grandezze aziendali, nella loro evoluzione attesa, che attualmente si rilevano nei documenti informativi di altre operazioni di finanza straordinaria, quali fusioni, scissioni e conferimenti.

Con riferimento alla metodologia dei multipli di mercato, si osserva che su 35 prospetti informativi esaminati, per quotazioni successive al 1 luglio 1999, ben 16 società non hanno indicato né i moltiplicatori dell'emittente, né quelli delle società comparabili, evidentemente adempiendo all'obbligo Consob con l'informazione integrativa successiva. Al riguardo, si deve osservare che tale informazione sul

¹⁸Trattasi del documento informativo per il conferimento del ramo di azienda OVIESSE da parte del Gruppo COIN s.p.a. nella Gestione Vendite Piemontese s.r.l., febbraio 2004.

¹⁹Trattasi delle seguenti aziende: Cassa di Risparmio di Lucca, Cassa di Risparmio di Pisa, Cassa di Risparmio di Livorno, Cassa di Risparmio di Pescara, Banca Popolare di Crema, Banca Popolare di Mantova, Banca Valori, Bipielle Bank Suisse. Cfr. Documento informativo per il conferimento di un complesso patrimoniale da parte di Banca Popolare di Lodi s.c.a r.l. in Banco di Chiavari e della Riviera Ligure s.p.a., novembre 2003.

²⁰Trattasi di Efibanca e della Banca Popolare di Crema.

valore che precede di pochissimo tempo (pochi giorni) l'inizio dell'offerta, risulta di fatto tardiva, perché l'investimento va ovviamente pianificato in tempi adeguati.

Appare, pertanto, più indicata un'informativa più tempestiva contenuta già nel prospetto informativo iniziale, che fornisca i dati relativi all'intervallo di valorizzazione indicativo e che riporti i moltiplicatori dell'emittente riferiti agli estremi individuati dal range di prezzo ed anche i multipli delle società comparabili.

Nella ricerca dei multipli più adatti, occorrerebbe avvalersi di quelli che spiegano meglio il valore della società e la sua capacità di creare valore.

Infine, si osserva che il numero delle società comparabili indicato nei prospetti, è, in genere, abbastanza ridotto (tabella 5). Da ciò deriva una difficoltà nel formulare giudizi sul valore della società, in quanto la bontà del metodo dei multipli di mercato si basa proprio sull'ampiezza del campione delle società comparabili.

Oltre alle osservazioni formulate sulle metodologie valutative in uso, si ritiene opportuno suggerire l'adozione dell'approccio del metodo EVA (Economic Value Added), che offre una diversa rappresentazione del valore rispetto al DCF.

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati, come già detto, si fonda esclusivamente su risultati futuri e la *terminal value* rappresenta, in molti casi, una parte rilevante del valore d'impresa. L'EVA²¹, invece, spiega una porzione considerevole del valore aziendale sulla base della performance conseguita fino ad oggi e delle aspettative di crescita a medio termine, conteggiate partendo dal piano industriale.

L'EVA, infatti, permette la rappresentazione del valore, ripartendo l'Enterprise Value in due componenti, direttamente legate alla gestione operativa:

- ♦ il Current Operations Value (COV);
- ♦ il Future Growth Value (FGV).

²¹L'EVA è una metodologia di determinazione della performance d'azienda correlata all'obiettivo di massimizzazione del valore per gli azionisti; viene utilizzata per misurare il valore creato, ossia "il profitto che residua dopo aver dedotto il costo del capitale investito utilizzato per generare quel profitto". Cfr. Stern - Shiely (2001).

L'Economic Value Added si fonda sull'assunto per cui un'azienda crea valore laddove i profitti sono superiori al costo delle fonti complessive di finanziamento. La misura del valore generato o distrutto annualmente dall'azienda è data dal profitto operativo, al netto delle imposte, dedotto un costo figurativo espressivo della remunerazione del capitale investito. La formula è la seguente:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{CE})$$

dove:

NOPAT (Net Operating Profit After Tax) = risultato operativo netto d'imposta;

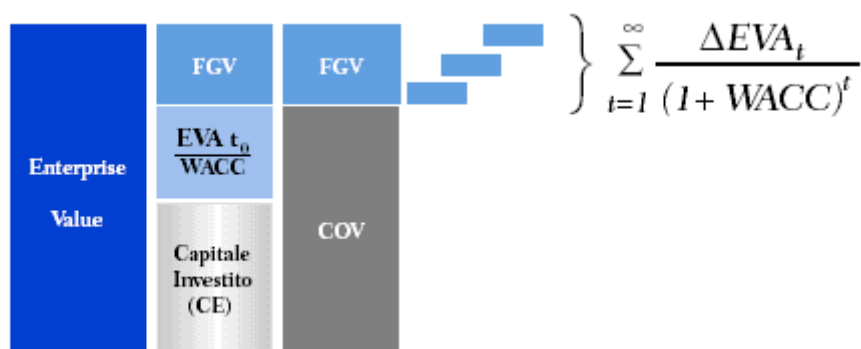
WACC (Weighted Average Capital Cost) = costo medio ponderato del capitale investito;

CE (Capital Employed) = capitale investito netto, risultante dall'ultimo bilancio.

Alle componenti dell'EVA possono essere apportate delle rettifiche volte ad individuare un NOPAT e un CE legati esclusivamente alle attività operative, ovvero depurati dalle poste che non riguardano la gestione caratteristica dell'impresa.

Il COV rappresenta la misura del valore di un'impresa nell'ipotesi in cui il risultato dell'ultimo anno storico rimanga costante nel tempo. Operativamente il calcolo avviene sommando al Capital Employed la valorizzazione della performance, in termini di EVA risultante dall'ultimo esercizio chiuso, con la formula della rendita perpetua. Il FGV invece è la sintesi della maggiore o minore creazione di valore futura che ci si attende da una determinata realtà imprenditoriale. È dato dalle aspettative di miglioramento dell'EVA di partenza, sia a medio termine (incluse tipicamente nel piano industriale dell'azienda) che di lungo periodo e si calcola come il valore attuale degli EVA futuri incrementali rispetto all'EVA risultante dall'ultimo bilancio disponibile. L'utilità di tale componente si può comprendere pensando ad essa come ad una sintesi dei miglioramenti in termini di creazione di valore, in relazione alla situazione attuale (figura 1).

Figura 1 – La scomposizione del valore di un'impresa



Fonte: GUIDA ALLA VALUTAZIONE, BORSA ITALIANA, APRILE 2004

Per ultimo, si osserva che nel nuovo regolamento dei prospetti informativi è previsto che la Consob possa richiedere, per determinati settori di attività e a tutte le società che hanno avviato l'attività da meno di tre anni, una perizia, che andrà a far parte del prospetto informativo stesso.

Al riguardo, si rileva che le informazioni solitamente contenute nella perizia di stima dovrebbero essere incluse anche nei prospetti informativi per i quali non è prevista tale perizia. Infatti, l'informazione deve essere completa per tutte le società, lasciando alla discrezione della Consob la decisione sull'asseverazione o meno dei parametri della valutazione del capitale economico dell'impresa da parte di un esperto. In altre parole, si deve evitare che risulti una maggiore informazione nel prospetto che ha allegata la perizia, in quanto la tutela del risparmio esige che l'informazione sia data a prescindere dal documento ufficiale «perizia di stima».

In conclusione, le informazioni qui auspiccate devono spiegare come si è pervenuti al valore o all'intervallo di valorizzazione del capitale economico della società, considerando i risultati conseguiti dalla società nei passati esercizi, le prospettive di sviluppo dell'esercizio in corso e di quelli successivi, tenendo conto delle condizioni di mercato ed applicando alcune delle metodologie di valutazione maggiormente riconosciute dalla dottrina e dalla pratica professionale in Italia e a livello internazionale. Tali informazioni sono essenziali per evitare che il prezzo di offerta, a seguito di asimmetrie informative, si rilevi oltremodo sottovalutato o sopravvalutato.

Si richiamano, in particolare, le ricerche sull'esistenza di una correlazione tra la qualità dei prospetti informativi e l'*underpricing*. È stato dimostrato che più informazioni vengono messe a disposizione del pubblico, più, a parità di condizioni, è lecito attendersi che diminuisca l'*underpricing* necessario ad attrarre gli investitori²²; infatti, un prospetto informativo di qualità elevata riduce l'incertezza ex-ante sul valore dell'impresa e quindi il rischio per gli investitori che aderiscono all'offerta e di conseguenza si riduce lo sconto sul prezzo di offerta (*underpricing*).

Appare, quindi, necessario fornire informazioni esaurienti sul valore attuale della società quotanda e sulla prevedibile creazione del valore della stessa. Infatti, un prezzo di offerta anomalo, troppo lontano dal valore dell'azienda, costituisce una deviazione dalle condizioni di perfetta efficienza del mercato.

5. Conclusione

L'indagine compiuta si è basata sull'analisi dei prospetti informativi presentati negli ultimi nove anni per la valutazione ai fini della quotazione in borsa.

In particolare si sono esaminate le valutazioni del capitale economico delle aziende.

Al riguardo, si è constatato che l'informazione inerente le metodologie valutative adottate è, generalmente, carente.

Infatti, i procedimenti di stima sono stati solo enunciati, ma non sono state fornite informazioni specifiche in ordine alla determinazione del valore dell'impresa.

Sarebbe, invece, auspicabile che nel prospetto informativo si potesse leggere l'articolazione del processo di stima.

In particolare, occorrerebbe impiegare e divulgare procedimenti di stima in grado di fornire informazioni specifiche in ordine sia al valore dei business esistenti, sia al valore riferibile alle opportunità di crescita relative allo sviluppo di nuovi business. Al riguardo, si è evidenziato che la metodologia dell'EVA misura meglio delle altre metodologie di valutazione il valore creato.

In un processo di IPO, la trasparenza e la correttezza nei confronti del mercato assumono particolare importanza con riferimento alla determinazione

²² Cfr. Fabrizio (1998), p. 11.

del valore dell'azienda e del prezzo di collocamento. Ebbene, la qualità di una valutazione si misura proprio in funzione della trasparenza del procedimento adottato

Ciò significa che un'efficace informazione sul valore del capitale economico dell'impresa e sulla misura del valore creato concorre a ridurre l'incertezza in merito al suo valore e, conseguentemente, contribuisce ad una migliore efficienza del mercato.

Bibliografia

- Aggarwal R. - Rivoli P. (1990), "Fads in the initial public offering market?", *Financial Management*, n. 19, pp. 45-57.
- Barontini R. (1999), "Valori di mercato, indicatori di borsa e metodi indiretti di valutazione del capitale di impresa", in Cattaneo M. (a cura di), *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, p. 545 ss.
- Basile I. - De Sury P. (1997), *La determinazione del prezzo delle azioni destinate alla quotazione*, Laterza, Milano, p. 60 ss..
- Bini M. (1999), "I premi per il rischio di mercato azionario", *La valutazione delle aziende*, n.13, pp. 91-93.
- Bonaccorsi E. (1998), "Fa bene quotarsi? Un confronto tra società quotate e non quotate", *Working paper*, 3° seminario CONSOB, Milano, 30 Novembre, pp. 6-10.
- Borsa Italiana (2004), *Guida alla valutazione*, Milano, pp. 37-40.
- Cherubini U. - Ratti A. (1991), "Quanto valgono le matricole? L'underpricing nelle prime quotazioni: teorie economiche e analisi empirica", in Penati A., *Il rischio azionario e la borsa*, Egea, Milano, pp. 249-288.
- Chiabrera C. (1993), "L'andamento dei prezzi delle azioni di nuova emissione", in AF, n. 10.
- Damodaran A. (1996), *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw - Hill, Milano.
- Fabrizio S. (1998), "La formulazione dell'underpricing nelle IPO: il ruolo degli underwriters, dei prospetti informativi e degli analisti. Una verifica del caso italiano", *working paper*, 3° seminario CONSOB, 30 Novembre, Milano, p. 11 ss.
- Ferrando P.M. (1995), "Valore", in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell'impresa*, FrancoAngeli, Milano, pp. 690-703.
- Ferrando P.M. (1999), "Risorse e risorse immateriali. Natura e implicazioni per il valore dell'impresa", in Ferrando P. M., Fadda L., Dameri R. P., *Saggi sull'immaterialità nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino, pp. 31-46.
- Ferrari G. - Iannuzzi C. (1998), "La valutazione d'azienda e la quotazione in borsa: l'evoluzione delle metodologie valutative adottate ai fini del certificato peritale", *La valutazione delle aziende*, n. 8, pp. 69-76.
- Ferrarini G. (1993), "Sollecitazione al risparmio e quotazione in borsa", in Colombo G. E. - Portale G. B. (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 10**, UTET, Torino, p. 260 ss.
- Fesco (2000), *A «European passport» for issuers*, Consultation Paper, May 10, Paris, pp. 4-10.
- Gennaro P. (1999), "Creazione di valore e creazioni di valori", *La valutazione delle aziende*, n. 15, pp. 65-75.
- Guatri L. (1991), *La teoria della creazione del valore*, Egea, Milano.
- Guatri L. - Eccles R. G. (2000), *Informazione e valore. Il caso italiano*, Egea, Milano.

- Guatri L. - Massari M. (1992), *La diffusione del valore*, Egea, Milano.
- Kaplan S. - Ruback R. (1995), "The valuation of cash flow forecast: an empirical analysis", *The Journal of Finance*, settembre, volume 50, pp. 1059-1093.
- Istituto Lorenzetti (1998), "Questionario", Università Bocconi, Milano.
- Livian M. (2000), *Valutazioni.com. Strategie e investimenti nella Net Economy*, Egea, Milano.
- Martellini M. (1999), "Informazioni sul valore nei prospetti informativi delle OPV: il caso Banca Nazionale del Lavoro", *La valutazione delle aziende*, n. 14, pp. 56-69.
- Massari M. (1998), *Finanza Aziendale - Valutazione*, McGraw-Hill, Milano.
- Massari M. (1999), "La valutazione d'azienda: l'evoluzione della dottrina", *La valutazione delle aziende*, n. 15, p. 61 ss.
- Pagano M. - Panetta F. - Zingales L. (1998), "Why companies go public? An empirical analysis", *Journal of Finance*, n. 53, pp. 27-64.
- Perrini F. (1998), *Capitale di rischio e mercati per PMI; metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo*, Egea, Milano.
- Perrini F. (1999), *Le nuove quotazioni alla Borsa italiana; evidenze empiriche delle PMI*, Egea, Milano.
- Skandia (1996), "Value creating processes", Skandia Insurance Company Ltd., Stockholm.
- Stern J. M. - Shiely J. S. (2001), *The EVA Challenge*, John Wiley & Sons, New York.
- Vecchi R. (1999), "Crescita esterna e dispersione dei multipli: evidenze da tre settori", *La valutazione delle aziende*, n. 14, pp. 121-128.

Editoria elettronica

<http://www.consob.it>

<http://www.europefesco.org>

<http://www.cesr-eu.org>

<http://www.borsaitalia.it>

Giovanni Lombardo

Collaboratore del Dipartimento di Tecnica ed Economia delle Aziende - DITEA.
Facoltà di Economia, Università degli Studi di Genova
Via Vivaldi 5
16126 GENOVA
E-mail: lombardo@economia.unige.it