

ED. DP. 02/2017

Gruppo di Lavoro OIV

**LE INFORMAZIONI DI NATURA VALUTATIVA NEI
PROSPETTI RELATIVI ALLE OPERAZIONI DI IPO, DI OPV E DI
AUMENTO DI CAPITALE DA PARTE DI SOCIETA' CON TITOLI
NON SCAMBIATI IN MERCATI REGOLAMENTATI**

BOZZA PER IL PUBBLICO COMMENTO
26 OTTOBRE 2017

NOTA

Il Comitato dei Garanti di OIV- Organismo Italiano di Valutazione ha accolto con molto piacere la proposta di Consob del 4 novembre 2016 di costituire un Gruppo di Lavoro per la produzione di un documento (nella serie *Discussion Paper* di OIV) avente per oggetto *“Le informazioni di natura valutativa nei prospetti informativi nelle operazioni di IPO e nelle operazioni di OPV e aumento di capitale di società con titoli non quotati in mercati regolamentati da parte di società con titoli non scambiati in mercati regolamentati”* (nel prosieguo “Prospetto”).

Il presente documento costituisce il risultato del gruppo di lavoro e costituisce la bozza del *Discussion Paper* pubblicata per il pubblico commento.

Le lettere di commento vanno inviate per posta elettronica all’indirizzo: info@fondazioneoiv.it

La scadenza per l’invio delle lettere di commento è il 10 gennaio 2018.

Nella redazione delle lettere di commento è opportuno considerare che:

- a) il presente documento quando si riferisce ad aumenti di capitale, si riferisce ad operazioni promosse da società con titoli non scambiati in mercati regolamentati;
- b) l’appendice 1 riproduce in forma sintetica i contenuti di un precedente documento OIV: *“Le valutazioni a fini di IPO”* Discussion Paper n. 01/2017, che è già stato pubblicato in forma di bozza ed è stato integrato dei commenti ricevuti.

INDICE

I. LA DISCIPLINA EUROPEA DELLE OPERAZIONI DI OFFERTA/QUOTAZIONE	4
II. LA PRASSI DI MERCATO ITALIANA ED EUROPEA	8
2.1 L'esperienza italiana	8
2.2 L'esperienza europea	9
III. ANALISI DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI NELLE IPO E NEGLI AUMENTI DI CAPITALE E OPV DI SOGGETTI NON QUOTATI	10
3.1 Il metodo basato sui multipli	10
3.2 I metodi indiretti (finanziari, reddituali, patrimoniali, misti)	27
4. PROPOSTE DI STANDARDIZZAZIONE DELLE INFORMAZIONI RESE NEI PROSPETTI RELATIVI ALLE IPO E AGLI AUCAP E OPV DI SOGGETTI NON QUOTATI	38
4.1. Proposte relative al metodo dei multipli	38
4.2. Proposte relative ai metodi indiretti (assoluti) di valutazione	41
APPENDICI	46
APPENDICE 1. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE IN FASE DI IPO	46
APPENDICE 2. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE A FINI DI AUCAP O DI OPV DA PARTE DI SOGGETTI NON QUOTATI	54

I. LA DISCIPLINA EUROPEA DELLE OPERAZIONI DI OFFERTA/QUOTAZIONE

- In data 30 giugno 2017 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale Europea il Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato e che abroga la direttiva 2003/71/CE (di seguito anche il Nuovo Regolamento).
- I considerando del Nuovo Regolamento più rilevanti ai fini di questo documento sono i seguenti (enfasi aggiunte):

[3] L' informativa sull' offerta pubblica di titoli o sulla loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato è essenziale per tutelare gli investitori, in quanto elimina le asimmetrie informative tra questi ultimi e gli emittenti (...).

[7] La finalità del regolamento è assicurare la tutela degli investitori e l'efficienza dei mercati, rafforzando allo stesso tempo il mercato interno dei capitali. La fornitura delle informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei titoli, sono necessarie affinché gli investitori possano assumere decisioni di investimento informate, assicura, assieme alle regole di condotta, la tutela degli investitori. Inoltre, tali informazioni costituiscono uno strumento efficace per accrescere la fiducia nei titoli e contribuire quindi al corretto funzionamento e allo sviluppo dei mercati dei titoli. Il modo appropriato di mettere a disposizione del pubblico tali informazioni è la pubblicazione di un prospetto.

[28] La nota di sintesi del prospetto dovrebbe essere un'utile fonte di informazioni per gli investitori, in particolare gli investitori al dettaglio. Dovrebbe essere una parte autonoma del prospetto e contenere le informazioni fondamentali di cui gli investitori hanno bisogno per decidere quali offerte e ammissioni alla negoziazione di titoli intendono esaminare ulteriormente, mediante un'analisi dell'intero prospetto allo scopo di assumere una decisione. Tali informazioni fondamentali dovrebbero riguardare le caratteristiche essenziali ed i rischi dell'emittente, degli eventuali garanti e dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Dovrebbe inoltre descrivere le condizioni generali dell'offerta.

[29] Nella nota di sintesi la presentazione dei fattori di rischio dovrebbe riguardare una selezione limitata di rischi specifici che l'emittente considera di maggiore rilevanza per l'investitore all'atto dell'adozione di una decisione di investimento da parte di quest'ultimo. La descrizione dei fattori di rischio nella nota di sintesi dovrebbe essere pertinente per l'offerta specifica ed essere preparata a beneficio esclusivo degli investitori e non dovrebbe contenere dichiarazioni generali sul rischio di investimento né limitare la responsabilità dell'emittente, dell'offerente o di qualsiasi soggetto che agisca per loro conto. Ove applicabile, tali fattori di rischio dovrebbero mettere in evidenza i rischi, in particolare per gli investitori al dettaglio, nel caso di titoli emessi da enti creditizi che sono soggetti a bail-in a norma della direttiva 2014/59/UE".

[30] La nota di sintesi del prospetto dovrebbe essere breve, semplice e di facile comprensione per gli investitori. Dovrebbe essere scritta in un linguaggio chiaro,

73 *non tecnico, in modo da presentare le informazioni in modo facilmente accessibile.*
74 *Non dovrebbe essere una semplice compilazione di estratti del prospetto. È*
75 *opportuno stabilire una lunghezza massima della nota di sintesi, per assicurare che*
76 *gli investitori non siano scoraggiati dal leggerla e per incoraggiare gli emittenti a*
77 *selezionare le informazioni essenziali per gli investitori. In determinate circostanze*
78 *definite nel regolamento, la lunghezza massima della nota di sintesi dovrebbe*
79 *essere ampliata.*

80 *[54] L'obiettivo primario che si intende raggiungere con l'inclusione dei fattori di*
81 *rischio nel prospetto è assicurare che gli investitori compiano una valutazione*
82 *informata di tali rischi e che assumano quindi decisioni di investimento in piena*
83 *conoscenza dei fatti. I fattori di rischio dovrebbero quindi limitarsi ai rischi*
84 *significativi e specifici per l'emittente e i suoi titoli e che sono avvalorati dal*
85 *contenuto del prospetto. Il prospetto non dovrebbe contenere fattori di rischio*
86 *generici e servire soltanto come esclusione della responsabilità, oscurando fattori*
87 *di rischio più specifici di cui gli investitori dovrebbero essere a conoscenza, perché*
88 *in tal modo impedirebbe che il prospetto presenti le informazioni in forma*
89 *facilmente analizzabile, succinta e comprensibile. Tra l'altro, anche circostanze di*
90 *tipo ambientale, sociale e di governo societario possono costituire rischi specifici e*
91 *significativi per l'emittente e i suoi titoli e, in tal caso, dovrebbero essere rese note.*
92 *Per aiutare gli investitori a individuare i rischi più significativi, l'emittente dovrebbe*
93 *descrivere e presentare adeguatamente ciascun fattore di rischio nel prospetto. Un*
94 *numero limitato di fattori di rischio selezionati dall'emittente dovrebbe essere*
95 *incluso nella nota di sintesi.*

96 *[55] La prassi di mercato in base alla quale un prospetto approvato non include il*
97 *prezzo di offerta definitivo e/o la quantità di titoli da offrire, sotto forma di numero*
98 *di titoli o importo nominale aggregato, dovrebbe essere ammissibile qualora tale*
99 *prezzo d'offerta definitivo e/o quantità non possano essere inclusi nel prospetto, a*
100 *condizione che, in tal caso, agli investitori sia concessa tutela. Gli investitori*
101 *dovrebbero beneficiare di un diritto di revoca una volta che il prezzo d'offerta*
102 *definitivo o la quantità di titoli siano resi noti oppure, in alternativa, il prospetto*
103 *dovrebbe indicare il prezzo massimo che gli investitori potrebbero essere tenuti a*
104 *pagare per i titoli, o la quantità massima di titoli, o i metodi ed i criteri di*
105 *valutazione, e/o le condizioni, in base ai quali deve essere determinato il prezzo dei*
106 *titoli nonché una spiegazione dei metodi di valutazione utilizzati, come il metodo*
107 *dei flussi di cassa attualizzati, l'analisi del gruppo di omologhi o altri metodi di*
108 *valutazione comunemente accettati. I metodi ed i criteri di valutazione dovrebbero*
109 *essere sufficientemente precisi da rendere prevedibile il prezzo e assicurare un*
110 *livello di tutela degli investitori simile a quello offerto dalla pubblicazione del*
111 *prezzo massimo di offerta. A tal riguardo, il mero riferimento al metodo del*
112 *bookbuilding non sarebbe ammissibile come metodo o criterio di valutazione*
113 *laddove il prospetto non includa il prezzo massimo.*

- Con riguardo invece agli articoli del Regolamento a questi fini è sufficiente riportare due articoli principali (enfasi aggiunta):

“Articolo 16 - Fattori di rischio

1. *I fattori di rischio evidenziati in un prospetto sono limitati ai rischi che sono specifici dell'emittente e/o dei titoli e che sono rilevanti per assumere una decisione d'investimento informata, come avvalorato dal contenuto del documento di registrazione e della nota informativa sui titoli.*

Nel redigere il prospetto, l'emittente, l'offerente o il soggetto che richiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato valuta la rilevanza dei fattori di rischio sulla base della probabilità che si verifichino e dell'entità prevista del loro impatto negativo.

Ciascun fattore di rischio è descritto adeguatamente, spiegando come incide sull'emittente o sui titoli oggetto dell'offerta o da ammettere alla negoziazione. La valutazione della rilevanza dei fattori di rischio di cui al secondo comma può anche essere comunicata ricorrendo ad una scala di tipo qualitativo, bassa, media o alta.

*I fattori di rischio sono presentati in un numero limitato di categorie, in funzione della loro natura. In ciascuna categoria i fattori di rischio più rilevanti sono indicati per primi sulla base della valutazione di cui al **secondo** comma.*

2. *I fattori di rischio comprendono anche quelli derivanti dal livello di subordinazione di un titolo e dall'impatto sul valore o le scadenze previsti dei pagamenti ai possessori di titoli in caso di una procedura fallimentare o di qualsiasi altra procedura simile, fra cui, ove pertinente, l'insolvenza di un ente creditizio o la sua risoluzione o risanamento in conformità della direttiva 2014/59/UE.*
3. *In casi di garanzia connessa ai titoli, il prospetto contiene i fattori di rischio rilevanti e specifici del garante nella misura in cui siano pertinenti per la capacità del garante di adempiere ai propri impegni derivanti dalla garanzia.*
4. *Al fine di incoraggiare un'informativa adeguata e mirata dei fattori di rischio, l'ESMA elabora orientamenti per assistere le autorità competenti nel loro esame della specificità e della rilevanza dei fattori di rischio e della relativa suddivisione in categorie in funzione della loro natura.*
5. *Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati, conformemente all'articolo 44, per integrare il presente regolamento specificando i criteri per la valutazione da parte dell'emittente della specificità e della significatività dei fattori di rischio e per la relativa suddivisione in categorie in funzione della loro natura.”*

“Articolo 17 – Prezzo di offerta definitivo e quantità di titoli definitivi

1. Qualora il prezzo d’offerta definitivo e/o la quantità di titoli definitiva da offrire al pubblico, sotto forma di numero di titoli o importo nominale aggregato, non possano essere inclusi nel prospetto:

a. l’accettazione dell’acquisto o della sottoscrizione dei titoli può essere revocata entro un termine non inferiore a due giorni lavorativi a decorrere dal momento in cui sono depositati il prezzo di offerta definitivo e/o la quantità di titoli da offrire al pubblico, oppure

b. il prospetto indica quanto segue:

i) il prezzo massimo e/o la quantità massima di titoli, per quanto disponibili;

oppure

ii) i metodi di valutazione e i criteri, e/o le condizioni, in base ai quali deve essere determinato il prezzo d’offerta definitivo, nonché una spiegazione dei metodi di valutazione utilizzati.

2. I dati relativi al prezzo d’offerta definitivo e alla quantità di titoli definitiva sono depositati presso l’autorità competente dello stato membro di origine e resi disponibili al pubblico secondo le modalità di cui all’articolo 21, paragrafo 2. “

- Il presente documento è stato redatto nell’intento di identificare delle linee guida per standardizzare l’informazione relativa ai prezzi di offerta dei titoli azionari nell’ambito dei prospetti redatti o ai fini di IPO o di OPV e/o di aumento di capitale da parte di società con titoli non quotati in mercati regolamentati.

II. LA PRASSI DI MERCATO ITALIANA ED EUROPEA

2.1 L'esperienza italiana

- Fin dai primi anni 2000 e quindi al culmine delle storiche operazioni di vendita del capitale delle grandi società pubbliche – le cd. “*grandi privatizzazioni*” – la modalità di determinazione del prezzo in sede di offerta al pubblico (IPO) ha rappresentato un tema di attenzione anche in ragione della sempre crescente esigenza di “tutela informativa” degli investitori *retail* in titoli azionari, il cui numero in pochi anni è cresciuto esponenzialmente.
 - Con l’entrata in vigore della Direttiva Prospetti (Direttiva 2003/71/CE) il tema dell’individuazione dei criteri e degli elementi alla base di tale determinazione, connessa peraltro all’individuazione di un “prezzo massimo” vincolante nell’ambito del prospetto di offerta, si tradusse in Italia nell’inclusione, nell’avviso relativo alla comunicazione dell’“intervallo di prezzo”, anche dei *comparables* del quotando emittente, nonché dei principali elementi utili al “paragone” tra tali società.
 - Nel corso degli anni, anche in ragione di una sempre crescente attenzione al tema del prezzo e conseguente alla richiesta di inserire il relativo intervallo e “prezzo massimo” già nel prospetto oggetto di autorizzazione, tale informazione è stata dapprima integrata negli approvandi prospetti nel capitolo relativo alla “determinazione del prezzo”, nonché, in caso di criticità, oggetto di specifica avvertenza nella seconda pagina di copertina e di apposito fattore di rischio (e non più di avviso separato).
 - L’esperienza ha tuttavia mostrato che l’esigenza di trasparenza e di chiarimento logico deduttivo nella determinazione di un valore, non fosse facilmente applicabile ad una “procedura di mercato” come quella alla base della determinazione del prezzo di IPO, che scaturisce dal rapporto fra domanda e offerta, non già da un processo di stima.
- Posto che l’individuazione di un “intervallo di prezzo” è frutto – normalmente - dell’attività di *pre-marketing* e di *investor education* posta in essere dalle banche coinvolte nell’IPO rispetto ai potenziali investitori (istituzionali), la via più logica è stata quella di dare evidenza – per quanto possibile - alle metodologie valutative utilizzabili dal singolo investitore per le proprie considerazioni.
- Tuttavia poiché le valutazioni fanno uso di informazione prospettica non disponibile all’investitore, si è adottata la soluzione della pubblicazione di multipli storici riferiti a società concorrenti (*competitors*) o con modello di business analogo (*comparables*), i quali non sono strumenti di valutazione, ma solo rapporti che rivestono un valore segnaletico.
- L’inserimento di tali informazioni, nell’ambito di un prospetto – sebbene né la normativa attuale, né la normativa che entrerà in vigore ne prevedano l’obbligatorietà – può rappresentare un elemento informativo utile e di primaria percezione purché, proprio nell’interesse del valore informativo di tale rappresentazione, la pubblicazione dei multipli dei *comparables* utilizzati sia quanto più possibile temporalmente

ravvicinata con la formazione del prezzo e resti inteso che tale esercizio non rappresenti di per sé la modalità di determinazione dell'intervallo di prezzo (e del prezzo finale) che resta, come detto, una procedura di mercato basata sulla domanda e sull'offerta.

- Nella prassi di mercato, ai fini della costruzione dei multipli, rappresentano strumenti di riferimento per la scelta della tipologia di moltiplicatori e delle società comparabili:
 - (i) le ricerche prodotte dagli *equity analyst* (del Consorzio di Collocamento e del *Global Coordinator*) nella fase di *pre-marketing*, in caso di IPO e
 - (ii) le eventuali perizie redatte da esperti indipendenti per l'organo amministrativo dell'Emittente ai fini della determinazione del prezzo di offerta, in caso di OPV o aumenti di capitale di società non quotate.

2.2 L'esperienza europea

- Contrariamente alla prassi che via via si è consolidata in Italia negli ultimi due decenni, nel resto d'Europa regolatori e operatori di mercato non hanno ravvisato (p. es. Regno Unito) o hanno ravvisato sempre meno (Francia e Germania) l'opportunità di includere nell'ambito della documentazione di offerta informazioni supplementari relative a metodologie di calcolo e/o a società comparabili volti alla esplicitazione del processo di determinazione dell'intervallo di prezzo e del prezzo finale di offerta. Al di fuori dell'Italia, infatti, anche in paesi come Francia e Germania – dove l'inclusione di multipli di società comparabili (anche prospettici nel caso della Francia) fino al 2014 non era raro – la determinazione è oramai per lo più ricondotta al solo risultato dell'attività di raccolta ordini (pertanto all'incontro di domanda e offerta) nel contesto del collocamento privato rivolto ad investitori professionali. Collocamento peraltro che di norma è concomitante al collocamento al pubblico (ovvero, in assenza di quest'ultimo, comunque antecedente all'avvio delle negoziazioni dei titoli della quotanda).
- Anche la prassi sviluppata dagli emittenti e dagli operatori di mercato nella redazione delle c.d. *International Offering Circular* nell'ambito dei collocamenti privati rivolti ai soli investitori professionali non prevede l'inclusione delle suddette informazioni supplementari, lasciando al singolo investitore professionale l'onere di sviluppare in maniera autonoma le proprie analisi sul valore dell'emittente e formare il proprio convincimento sulla proposta di investimento costituita dai titoli oggetto di offerta. D'altronde ogni singolo investitore professionale ha un proprio approccio peculiare alla valutazione che potrebbe anche non coincidere con quello dell'emittente o delle banche collocatrici. Sarebbe pertanto praticamente impossibile (oltre che probabilmente poco utile) includere tutti i possibili scenari di metodologia e selezione di società comparabili che la platea di investitori a cui è rivolta l'offerta potrebbe utilizzare (specialmente nei casi in cui è più difficile individuare in maniera univoca un universo di società comparabili di riferimento).

III. ANALISI DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI NELLE IPO E NEGLI OPV E AUMENTI DI CAPITALE DI SOGGETTI NON QUOTATI

3.1 Il metodo basato sui multipli

3.1.1. Motivazioni alla base dell'utilizzo di tale metodo di valutazione (ed i suoi limiti)

- Il punto di partenza del processo di *pricing* di un'IPO consiste nel comparare le *performances* operative e finanziarie della società quotanda con quelle di società già quotate operanti nello stesso settore o in settori simili. Ciò sulla base del presupposto che gli investitori fondino la propria decisione se sottoscrivere o acquistare le azioni della società quotanda principalmente sulla base del confronto con società simili già quotate. Sulla base della metodica di mercato (*market approach*), infatti, il valore di mercato di una qualsiasi attività può essere ricavato dal valore di attività simili, perché investitori razionali non sarebbero disposti a riconoscere per la specifica attività un prezzo significativamente diverso rispetto a quello che il mercato già riconosce per attività simili¹. Lo strumento attraverso cui gli investitori effettuano questo confronto è rappresentato dai multipli di società comparabili (di seguito "i multipli"). Per questa ragione i multipli rappresentano, di norma, **un parametro utile per gli investitori ai fini delle proprie considerazioni in merito all'investimento finanziario**. Analogo metodo è utilizzato, inoltre, nelle operazioni di OPV e di aumenti di capitale di società non ammesse alle negoziazioni in mercati regolamentati, nell'ambito delle quali, ai fini della comparazione, vengono prese in considerazione società quotate o società non quotate, le cui informazioni, in quest'ultimo caso, sono tratte dalla documentazione societaria pubblicata (bilanci, verbali assembleare, ecc.).
- I multipli sono misure di "prezzi relativi" e non di "valori assoluti" e come tali:
 - a) soffrono di tutte le anomalie di mercato (*price anomalies*) che possono far deviare i prezzi dai valori intrinseci (o assoluti) di una società. In fasi rialziste di mercato i prezzi possono risultare superiori ai valori intrinseci e viceversa in fasi ribassiste, a causa di variazioni di prezzi non giustificate dai fondamentali o di reazioni eccessive a modifiche nei fondamentali;
 - b) risentono delle caratteristiche tipiche dello specifico mercato in cui sono negoziati i titoli. I mercati organizzati in cui operano investitori istituzionali, sono diversi dai mercati organizzati in cui non operano tali investitori (per esempio perché il flottante è troppo limitato o il controvalore del flottante in valore assoluto è troppo contenuto). Ed ancora i mercati non regolamentati sono diversi dai mercati organizzati².

¹ PIV I.15.1 Commento "La logica alla base della prospettiva adottata con questa metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal prezzo corrente di mercato di attività simili, una volta considerate le opportune differenze".

² Ai sensi degli International Valuation Standards (IVS) 2017 qualunque valore di mercato va sempre riferito ad uno specifico mercato. "The concept of market value presumes a price negotiated in an open market and

Anche se i multipli non forniscono indicazione dei valori assoluti delle società cui si riferiscono, rivestono comunque importanza prioritaria nelle decisioni di investimento e di disinvestimento degli investitori, i quali - dato un portafoglio di attività rischiose - debbono decidere se sostituire o meno i titoli di società simili già in portafoglio con titoli di nuova quotazione. Normalmente queste decisioni sono compiute sulla base di “prezzi relativi”. Assume invece maggiore rilievo il valore assoluto quando le scelte degli investitori non attengono alla sostituzione di titoli in portafoglio, ma piuttosto all’incremento della quota di portafoglio investita in azioni (scelta più di frequente fondata sul confronto fra prezzi e valori assoluti)³.

- I multipli sono di più semplice calcolo e applicazione rispetto ai criteri di valutazione assoluti: non richiedono stime di costo del capitale, né sono soggetti alle *assumptions* stringenti degli altri modelli di valutazione. Tuttavia, proprio perché non sono strumenti di valutazione assoluta, anche quando il prezzo delle azioni di una società quotanda esprimesse multipli sostanzialmente allineati a società perfettamente comparabili ciò non garantirebbe in alcun modo un allineamento del prezzo al valore fondamentale della società. Ciò in quanto a seconda delle fasi di mercato i titoli possono essere anche largamente sopra o sottovalutati rispetto ai loro valori fondamentali (calcolabili sulla base di criteri di valutazione assoluti).
- Semplicità di calcolo dei multipli non significa oggettività. I multipli sono caratterizzati da una elevata dose di soggettività che riguarda: la selezione dei multipli, l’individuazione delle società comparabili, la modalità di costruzione dei multipli e le loro modalità d’uso. Due soggetti possono giungere a risultati molto diversi in relazione alle scelte compiute in ciascuna di queste fasi. E’ necessario pertanto che nel prospetto siano fornite adeguate spiegazioni in merito alle scelte compiute⁴.
- Le IPO si caratterizzano per un livello di incertezza ed asimmetria informativa maggiore di qualsiasi altro evento aziendale di natura straordinaria (fusioni, acquisizioni, *management buyout*, ecc.) dove le controparti sono generalmente molto più informate di quanto non lo siano gli investitori in titoli di nuova quotazione. Imprese in precedenza non conosciute o comunque poco conosciute devono convincere il mercato ad investire nei loro titoli. In allegato 1 è descritto il processo

competitive market where the participants are acting freely. The market for an asset could be an international market or a local market. The market could consist of numerous buyers and sellers, or could be one characterised by a limited number of market participants. The market in which the asset is presumed exposed for sale is the one in which the asset notionally being exchanged is normally exchanged”. IVS 104 Basis of value paragrafo 30.3.

³ In questa prospettiva per l’investitore il prezzo costituisce ciò che paga ed il valore ciò che ottiene.

⁴ PIV III.1.39 “L’esperto deve motivare le proprie scelte in merito ai moltiplicatori (“multipli”) utilizzati, alle modalità di determinazione dei medesimi ed alla formazione del campione di società confrontabili. Deve motivare la dispersione dei multipli rilevati e l’esistenza di condizioni di omogeneità con l’azienda da valutare” e nel commento al principio “La delicatezza delle scelte relative ai multipli ed alla loro applicazione alla specifica azienda da valutare impone una completa trasparenza informativa sul percorso seguito”.

che caratterizza un'IPO ed in particolare il lavoro svolto dal *Global Coordinator* per informare gli analisti di mercato finanziario e per educare gli investitori. In particolare, è precisato che in caso di IPO il *range* riportato nel Prospetto è frutto delle risultanze dell'attività di *pre-marketing* svolto dagli analisti e dai *sales* delle banche che fanno parte del consorzio di collocamento. Su tale *range* vengono costruiti i multipli storici o storici rettificati della società quotanda.

- I multipli sono rapporti che pongono, di norma, al numeratore i prezzi di mercato ed al denominatore variabili di natura fondamentale che si presume costituiscano un *driver* di formazione dei prezzi⁵. I multipli sono misure di prezzi relativi. Il modo più semplice per comprendere il contenuto informativo di un multiplo consiste nel paragonarlo ad altre misure di prezzo relativo molto diffuse nella pratica, quale ad esempio il prezzo al metro quadrato di un terreno o di un immobile. Se esistono immobili simili a quello oggetto di valutazione, il prezzo al metro quadrato di immobili comparabili può essere un valido strumento per valutare l'immobile di interesse. Anche quando non vi sono immobili simili, il prezzo al metro quadro di altri immobili che potrebbero rappresentare un'alternativa per l'investitore rappresenta comunque una informazione utile di confronto.
- I multipli, per poter essere strumento di valutazione, dovrebbero riferirsi a società *strettamente comparabili*, ovvero:
 - società simili sotto il profilo dei fondamentali (settore di attività, modello di *business*, posizionamento competitivo, dimensione, profittabilità, rischio, prospettive di crescita, fiscalità);
 - i cui titoli sono scambiati in mercati simili e
 - con caratteristiche di *governance* simili.

Quando non vi sono società strettamente comparabili, i multipli assumono comunque un importante valore segnaletico e costituiscono un'informazione utile agli investitori per poter assumere decisioni di investimento informate. Per assolvere a quest'ultima funzione i multipli debbono offrire una corretta rappresentazione del "menu" di alternative di investimento a disposizione dell'investitore rispetto ai titoli dell'impresa quotanda (titoli di società *solo parzialmente comparabili*). Tale "menu" dovrebbe essere rappresentato da titoli che rappresentano per l'investitore dei sostituti rispetto all'investimento nei titoli della società quotanda, pur presentando delle differenze. Gli elementi di differenza possono riguardare tanto i fondamentali delle società, quanto il mercato in cui i titoli sono quotati, quanto le caratteristiche di *governance* e possono risultare più o meno marcati. In termini più generali le società *solo parzialmente comparabili* nella prospettiva dell'investitore finanziario costituiscono un'*asset class* omogenea (normalmente la selezione del campione avviene sulla base di parametri oggettivi, quali ad esempio il settore di appartenenza, il mercato in cui sono scambiati i titoli, ecc.).

⁵ Talvolta i multipli sono espressi in forma di rendimenti (*yield*). E' il caso del *dividend yield* (Dividendo/Prezzo) e del *cash flow yield* (*Cash flow to equity*/Prezzo), per citare i più diffusi. In questi casi il rapporto pone il prezzo a denominatore e la variabile di natura fondamentale a numeratore.

- 375
- 376 • Pertanto, i multipli, secondo la letteratura più accreditata, dovrebbero assolvere a due
- 377 principali funzioni:
- 378 a) *strumento di valutazione*: quando è possibile individuare società *strettamente*
- 379 *comparabili* e dunque i multipli sono utilizzati per stimare il *range* di prezzo o
- 380 il prezzo del titolo di nuova emissione o comunque di nuova quotazione. Ciò
- 381 significa anche che se non esistono imprese simili già quotate o comunque con
- 382 titoli diffusi fra il pubblico i multipli non possono essere strumento di
- 383 valutazione e quindi la valutazione della impresa quotanda dovrà fondarsi su
- 384 criteri assoluti;
- 385 b) *strumento segnaletico*: quando non esistono società *strettamente comparabili*,
- 386 o comunque non sono stati utilizzati multipli di società comparabili per stimare
- 387 il *range* di prezzo o il prezzo del titolo di nuova emissione o comunque di nuova
- 388 quotazione. In quest'ambito i multipli assolvono alla funzione di mero
- 389 confronto con le alternative di investimento più simili a disposizione
- 390 dell'investitore (società *solo parzialmente comparabili*).
- 391
- 392 • I multipli per poter essere strumenti di valutazione economica (e rispondere quindi ad un
- 393 *theoretical model*) debbono alternativamente far riferimento a denominatore a:
- 394 a) quantità prospettiche: ciò in quanto il numeratore del multiplo – ovvero il
- 395 valore di mercato della società – è funzione dei risultati attesi (di seguito per
- 396 semplicità chiameremo questi multipli, “multipli prospettici”)⁶. Tipicamente
- 397 questi multipli prospettici sono presenti nelle ricerche preparate dagli analisti
- 398 del consorzio di collocamento;
- 399 b) quantità storiche rettificate: solo nei casi in cui il risultati storici, sia per la
- 400 società quotanda che per il *panel* delle società comparabili individuate, siano
- 401 una *proxy* dei risultati conseguibili almeno nel primo anno di previsione
- 402 prospettica. In questo caso, è comunque opportuno utilizzare dati storici
- 403 rettificati in quanto la sterilizzazione delle componenti di reddito transitorie
- 404 consente di identificare un reddito medio normale storico proiettabile anche
- 405 nel futuro (di seguito per semplicità chiameremo questi multipli, “multipli
- 406 storici rettificati”)⁷.
- 407
- 408 • Nei Prospetti, di norma, sono riportati multipli costruiti su quantità storiche non rettificate
- 409 (di seguito “multipli storici”). I multipli storici non possono essere strumenti valutativi
- 410 perché privi di teoria economica (*untheoretical model*), in quanto il prezzo è funzione dei
- 411 risultati attesi e non dei risultati storici⁸. I risultati storici (della società quotanda e dei

⁶ Fra gli altri: Kim M. and J. Ritter, Valuing IPOs, Journal of Financial Economics, 53, 1999, 409-437; Liu J., Nissim D., and Thomas J., Equity valuation using multiples, Journal of Accounting Research, 40, 2002, 135-171

⁷ Henschke S., Homburg C., Equity valuation using multiples: controlling for differences between firms, working paper, May 2009

⁸ L'esperienza in tema di IPO indica che gli *equity analyst* nelle loro ricerche emesse nella fase di *pre-marketing* non fanno mai riferimento a multipli storici. Normalmente fanno uso di multipli prospettici ed in qualche caso di multipli storici rettificati.

comparables), depurati delle componenti transitorie di reddito (ovvero rettificati delle componenti idiosincratice), qualora siano una buona *proxy* dei risultati attesi, possono essere utilizzati per costruire dei multipli a fini valutativi. Laddove ciò non accada ma i multipli (prospettici) sono stati utilizzati dagli analisti come criterio principale per valutare la società quotanda, i multipli storici riportati nel Prospetto assolvono normalmente ad una funzione segnaletica e non sono strumento di valutazione. Questa è la ragione per cui i prospetti riportano nella sezione dedicata ai multipli dizioni del tipo: “*tali dati [i multipli storici] non devono costituire il fondamento unico della decisione di investire nelle azioni della Società e pertanto, al fine di effettuare un corretto apprezzamento dell’investimento proposto, qualsiasi decisione deve basarsi sull’esame completo da parte dell’investitore del Prospetto nella sua interezza*”.\

- L’esperienza nel nostro paese non consente di evidenziare una relazione fra lo sconto (o premio) del/i multiplo/i storico/idella società quotanda rispetto alla media delle società comparabili e il rendimento del titolo successivo alla quotazione.
- In letteratura è stata comunque dimostrata la rilevanza dei multipli fondati su misure storiche⁹. La ragione di ciò è strettamente legata alla *value relevance* dell’informazione contabile (che per sua natura è storica). In altre parole l’informazione contabile è un *driver* di formazione dei prezzi e contribuisce a costruire le aspettative.
- La diversa natura dei due tipi di multipli (prospettici o storici rettificati da un lato e storici dall’altro) fa sì che i multipli storici (*untheoretical*) presentino una dispersione maggiore rispetto ai multipli prospettici o storici rettificati (*theoretical*)¹⁰ e quindi forniscono indicazioni diverse. Nella maggior parte dei casi accade che se i multipli prospettici rettificati delle società comparabili contenuti nelle ricerche degli *equity analysts* che sono state emesse nella fase di *pre-marketing* prima della pubblicazione del Prospetto¹¹ sono in media a premio (o a sconto) rispetto agli omologhi multipli impliciti nel prezzo o nel *range* di prezzo della società quotanda o della società non quotata interessata all’aumento di capitale, questa stessa relazione vale anche per i multipli storici (di società comparabili e della società quotanda o non quotata interessata all’aumento di capitale), ancorché la misura del premio o dello sconto sia diversa (talvolta anche in misura

⁹ Fra gli altri: Beatty R., Riffe S., Thomson R., IPO pricing with accounting information, working paper, April 2000 e Deng M., Easton P., Yeo J., Another look at enterprise and equity valuation based on multiples, working paper April 2010.

¹⁰ Le ragioni della maggiore dispersione vanno ricercate nel fatto che i prezzi di mercato (numeratore del multiplo) sono funzione dei redditi attesi e non dei redditi passati. Società in perdita hanno valori di mercato positivi se vi sono aspettative di utile per il futuro. Se assumiamo il caso di un’impresa *steady state* con prospettive di generare utili nel futuro pari a 10 ogni anno con un prezzo di mercato pari a 100, se a causa di componenti straordinarie negative di reddito nell’anno trascorso pari ad 8, ha registrato un utile contabile pari a 2 (=10-8). Il multiplo prospettico è pari a 10x (=100/10), mentre il multiplo storico è pari a 50x (=100/2). La maggiore dispersione dei multipli storici rispetto ai multipli prospettici o storici rettificati riguarda per lo più i multipli reddituali e non invece i multipli patrimoniali (essendo gli *stock* patrimoniali meno volatili).

¹¹ Le ricerche degli *equity analysts* non sono *disclosed* al pubblico degli investitori *retail*. La loro funzione consiste nell’informare gli investitori istituzionali che partecipano al processo di *bookbuilding* (di formazione del prezzo).

significativa). Vi sono tuttavia casi in cui i multipli storici forniscono indicazioni non in linea con quelle espresse dai i multipli prospettici rettificati. In questi casi poiché nel prospetto non sono riportati di norma né i multipli prospettici né i multipli storici rettificati sono necessarie adeguate spiegazioni in forma narrativa (*cfr.* paragrafo seguente).

- Tanto come strumento di valutazione quanto come strumento segnaletico i multipli si fondano su scelte di natura soggettiva che richiedono giudizio professionale. Al pari di ogni altro esercizio valutativo, il giudizio professionale deve essere formulato attraverso un processo razionale, documentato e scevro da distorsioni. Il processo in parola si compone di quattro fasi:
 - a) la selezione dei multipli (quali multipli calcolare);
 - b) la costruzione dei multipli (come calcolare il numeratore ed il denominatore);
 - c) la selezione delle società comparabili (come sono state individuate e quale grado di comparabilità);
 - d) le misure di confronto (se e quale tipo di media calcolare).

Di seguito si riportano i dettagli delle sopra indicate fasi.

3.1.2. La selezione dei multipli

- La prima fase del processo descritto riguarda la selezione dei multipli. Si tratta di individuare quali multipli sono appropriati in relazione alla finalità dell'indagine (valutativa o solo segnaletica) ed alle caratteristiche dell'impresa quotanda o non quotata interessata all'operazione. In dettaglio:
 - a) per le società quotande il principale riferimento da prendere in considerazione riguarda le ricerche prodotte dagli *equity analysts* del consorzio di collocamento, e in particolare da quelli *dei Global Coordinator*, ai fini dello svolgimento del c.d. *pre-marketing* delle IPO. Per la selezione e la costruzione dei multipli, l'Emittente dovrebbe trarre utili indicazioni da quanto uniformemente rappresentato dai citati analisti assicurando un'equilibrata selezione delle variabili di riferimento. Nel caso in cui l'Emittente, nella selezione e nella costruzione dei multipli, intendesse discostarsi dalle suddette indicazioni degli analisti, è necessario: (i) adottare adeguata cautela nella scelta dei parametri da impiegare nell'analisi; (ii) individuare opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta operata; e (iii) fornire nel Prospetto appositi *warning* per evidenziare la divergenza da dette indicazioni.
 - b) Nelle OPV e negli aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati, ai fini della determinazione del prezzo di offerta, l'Emittente potrebbe avvalersi di perizie redatte all'uopo da esperti indipendenti. In presenza di tali perizie, nella selezione e nella costruzione dei multipli riportati nel prospetto, l'Emittente dovrà valutare la coerenza rispetto a tali perizie, nonché evidenziare e motivare eventuali divergenze, le quali, ove esistenti, dovranno essere oggetto di apposito *warning*. In particolare, per tali operazioni il risultato di questa fase dovrebbe consistere nel selezionare solo quei multipli per i quali si sia in grado di spiegare le differenze rispetto alle società comparabili e che nel loro insieme sono in grado di cogliere i principali *driver* rilevanti di natura fondamentale.

- Le differenze fra i multipli delle società comparabili sono funzione di tre ordini di fattori:
 - a) di natura fondamentale;
 - b) di mercato (il mercato in cui sono scambiati i titoli della società comparabile) e
 - c) di *governance*.

Mentre la scelta delle società comparabili attiene a tutti e tre i profili, la scelta dei multipli attiene ai soli parametri di natura fondamentale, generalmente riconducibili a: 1) settore; 2) modello di *business*; 3) redditività; 4) rischi; 5) prospettive di crescita; 6) posizionamento competitivo. Tali parametri dovrebbero trovare adeguata illustrazione nel Prospetto.

- Ciascun multiplo pone a rapporto un'unica misura di *performance* e quindi la dispersione fra i multipli trova spiegazione nelle altre variabili (c.d. residue) che non sono catturate dalla misura di *performance* posta a denominatore del multiplo. Così ad esempio la dispersione del multiplo EV/Ebitda può trovare spiegazione nella diversa intensità di capitale, nella diversa fiscalità, nel diverso grado di rischio, nelle diverse prospettive di crescita delle società comparabili. I multipli a minore dispersione per definizione rappresentano i multipli la cui misura di *performance* posta a denominatore cattura la maggiore informazione rilevante e quindi minimizza il contributo delle variabili residue. Se il multiplo EV/Ebitda è poco disperso significa che le società comparabili presentano profili simili quanto ad intensità di capitale, fiscalità, ecc. e che quindi l'Ebitda – a parità di profilo di rischio, di fiscalità, ecc. - rappresenta il principale *driver* di valore.

- La selezione dei multipli riguarda principalmente l'assunzione di scelte relativamente a:
 - a) l'uso di quantità prospettiche, storiche rettifiche o semplicemente storiche;
 - b) l'uso di multipli *asset side* o *equity side*;
 - c) l'uso di multipli reddituali o patrimoniali;
 - d) l'uso di multipli riferiti all'intero gruppo o alle singole divisioni (somma di parti);
 - e) la selezione delle misure di reddito e di consistenze patrimoniali ritenute più significative.

- In linea di principio le scelte sono funzione:
 - i. **In caso di OPV o aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati**, della presenza o meno di società strettamente comparabili da cui discende la stessa finalità dei multipli (strumento di valutazione o strumento segnaletico) e ciò determina la scelta fra multipli prospettici o storici rettificati e multipli storici *tout court*. In particolare nel Prospetto dovrebbe essere indicato se si è fatto uso dei multipli a fini valutativi, per la stima del valore di mercato delle azioni dell'emittente. **In caso di IPO**, quando i multipli sono stati utilizzati ai fini della valutazione da parte degli analisti del consorzio occorre illustrare nel Prospetto se si è fatto uso di multipli prospettici (indicando quali anni futuri) e/o storici rettificati (descrivendo la natura delle rettifiche). Occorrerebbe altresì chiarire se tali multipli utilizzati ai fini della valutazione forniscono indicazioni significativamente diverse da quelle contenute nei multipli storici e spiegarne le ragioni. La maggiore differenza fra multipli prospettici e storici riguarda normalmente i multipli reddituali, piuttosto che i multipli patrimoniali e fra i

- multipli reddituali quelli che risentono in maggior misura di componenti straordinarie di reddito (le variabili di *bottom line* di conto economico risentono in maggior misura di componenti di reddito transitorie, rispetto a variabili di *top line*: quindi l'Utile netto è più esposto a componenti transitorie rispetto all'Ebit, l'Ebit rispetto all'Ebitda, l'Ebitda rispetto ai Ricavi);
- ii. della dispersione dei multipli, in quanto i multipli assumono tanto maggiore contenuto informativo quanto meno sono dispersi. Minore dispersione equivale ad un nesso causale più robusto fra il prezzo di mercato ed il parametro di *performance* a denominatore del multiplo. In particolare, ai fini della scelta dei multipli, occorrerebbe far riferimento ai multipli che presentano minore dispersione;
 - iii. della volatilità dei multipli nel tempo, migliore è la qualità del multiplo minore è la volatilità del multiplo stesso nel tempo. Infatti se vi è un nesso di causalità forte fra numeratore e denominatore del multiplo i prezzi reagiscono alle variazioni di denominatore (parametro di *performance*) e ciò concorre a contenere la volatilità del multiplo. Se invece vi è un nesso debole di causalità, le variazioni di valore di mercato sono indipendenti da quelle della variabile di *performance* assunta a denominatore del multiplo e ciò comporta una maggiore volatilità del multiplo stesso. Tipicamente i multipli fondati su quantità storiche soffrono per tutto il periodo per il quale i dati storici non hanno aggiornamento della volatilità di prezzo (del solo numeratore). Per questa ragione, ove il multiplo è utilizzato a fini di valutazione economica, sarebbe opportuno fornire un'indicazione non solo del multiplo puntuale di società comparabili ma anche un *range* dei valori assunti dal multiplo considerando il prezzo minimo ed il prezzo massimo registrato dal titolo della società comparabile da quando è noto il dato storico assunto a denominatore del multiplo;
 - iv. del modello di *business* della specifica impresa. Nei confronti di società diversificate, operanti in più settori, l'utilizzo di un unico multiplo a livello di gruppo può non avere senso, in quanto gli investitori valutano il gruppo per somma delle parti. In questi casi può essere utile calcolare più multipli per ciascun *business* (nel caso di società non finanziarie si tratta di multipli necessariamente *asset side*). Tuttavia il prospetto non dovrebbe limitarsi a riportare i multipli per ciascun *business* ma dovrebbe anche fornire un'indicazione: a) degli eventuali *business* per i quali non sono stati utilizzati i multipli come strumento valutativo; b) del peso che ciascun *business* assume rispetto al gruppo per ciascuna variabile di natura fondamentale assunta a denominatore del multiplo (Ricavi, Ebitda, Ebita-Capex, Ebit, capitale investito); c) della ragione per cui si esclude il calcolo di multipli a livello complessivo di gruppo; d) dell'evidenza per società comparabili diversificate di sconti rispetto alla somma di parti;
 - v. della possibilità (o meno) di individuare le ragioni della dispersione fra i multipli (il c.d. paradigma valutativo di mercato finanziario, ovvero il criterio sulla base del quale il mercato finanziario orienta le decisioni sui prezzi delle società quotate). Il fine ultimo della selezione dei multipli consiste nell'identificare quell'insieme di multipli grazie ai quali si possa fornire una spiegazione della dispersione dei prezzi relativi di società comparabili. Come si diceva in precedenza la dispersione dei multipli EV/Ebitda può essere spiegata da una diversa intensità di capitale delle società, oppure da una diversa fiscalità, oppure da un diverso profilo di rischio o

da diverse prospettive di crescita. Poiché il mercato può apprezzare in misura diversa questi profili nel corso del tempo, i multipli forniscono una preziosa indicazione di come il mercato (o i diversi mercati) traduca(no) l'informazione fondamentale in prezzi correnti. Per tale analisi è necessario tuttavia disporre delle informazioni di natura fondamentale delle società comparabili (intensità di capitale, fiscalità, crescita degli Ebitda, ecc.).

- È sempre opportuno effettuare una selezione ragionata dei multipli in luogo che riportare un ampio spettro di multipli per due ordini di ragioni:
 - a) calcolare un ampio spettro di multipli equivale ad attribuire a tutti i multipli lo stesso valore informativo, mentre i multipli meno dispersi assumono maggior valore informativo;
 - b) multipli diversi riferiti ad una stessa società possono fornire indicazioni discordanti fra loro (ad esempio alcuni multipli possono essere a premio ed altri a sconto rispetto ai comparabili) ed è quindi necessario selezionare solo quei multipli che forniscono informazioni fra loro genuinamente complementari.
- La selezione dei multipli non dovrebbe essere così restrittiva da giungere a selezionare un unico multiplo. Poiché ciascun multiplo esprime la relazione fra il prezzo di mercato ed un'unica variabile di natura fondamentale, l'uso di un solo multiplo finisce con l'attribuire esclusivamente a quell'unica variabile la spiegazione del prezzo di mercato, mentre il valore di mercato è funzione di una pluralità di *drivers* di natura fondamentale che possono risultare anche in "conflitto" fra loro: redditività, rischio e crescita. Ad esempio una società può caratterizzarsi per un rischio molto contenuto (che a parità di redditività dovrebbe comportare un maggiore valore d'impresa) ed al contempo potrebbe caratterizzarsi per prospettive di crescita molto contenute (che a parità di redditività e di rischio dovrebbero comportare un minore valore d'impresa). Con maggiore frequenza nei prospetti sono riportati due soli multipli. Nel caso di società non finanziarie si tratta di un multiplo *asset side* (di norma EV/Ebitda) e di un multiplo *equity side* (di norma P/E). Nel caso di società finanziarie i multipli sono sempre *equity side* normalmente di natura reddituale (P/E) e patrimoniale (P/BV o P/TBV). Nel caso di società immobiliari i multipli più diffusi sono P/NAV (*Net Asset Value*) e P/NAV (*Normalized Net Asset Value*).
- L'insieme dei multipli selezionati dovrebbe consentire di ricavare il c.d. paradigma valutativo di mercato finanziario, ovvero di comprendere come il mercato apprezzi i diversi *drivers* di valore delle imprese. Normalmente questo è anche l'obiettivo perseguito dagli *equity analysts* che pubblicano le proprie ricerche nella fase di *pre-marketing* nei processi di IPO. In particolare, nella selezione e nella costruzione dei multipli, l'Emittente dovrebbe considerare quanto espresso uniformemente rappresentato dagli *equity analysts* del consorzio di collocamento, e in particolare da quelli dei *Global Coordinator*. Nel caso in cui l'Emittente, nella selezione e nella costruzione dei multipli, intendesse discostarsi dalle suddette indicazioni degli analisti, è necessario: (i) adottare adeguata cautela nella scelta dei parametri da impiegare nell'analisi; (ii) individuare opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta operata; e (iii) fornire nel Prospetto appositi *warning* per evidenziare la divergenza da dette indicazioni.

- Non dovrebbe pertanto accadere che, a fronte di dichiarazioni del tipo: “*ai fini valutativi sono state considerate le risultanze derivanti dall’applicazione del metodo dei multipli di mercato, che prevede la comparazione della Società con alcune società quotate di riferimento, sulla base di indici e moltiplicatori di grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali significative*”, si riportino poi solo due multipli espressivi di grandezze economiche (P/E ed EV/Ebitda) senza alcuna evidenza delle variabili finanziarie e patrimoniali ritenute significative in sede di valutazione. Nel prospetto dovrebbe essere anche fornita una spiegazione delle motivazioni che hanno condotto a selezionare alcuni multipli (ad esempio se si tratta dei multipli che normalmente vengono presi in considerazione nelle ricerche riguardanti le società comparabili, oppure sono i multipli a minore dispersione, ecc.) e ad escluderne altri (ad esempio multipli di natura patrimoniale).

3.1.3. La costruzione dei multipli

- La costruzione dei multipli attiene alle modalità di calcolo del numeratore e del denominatore del multiplo. Al riguardo le principali scelte riguardano:
 - a) l’uso di multipli *fully diluted* o meno (in caso di piani di *stock option* o di obbligazioni convertibili o di *warrants in the money* e quindi diluitivi del valore delle azioni);
 - b) l’uso di dati di mercato puntuali o medi di periodo (nel caso di società comparabili caratterizzate da una forte volatilità di prezzo o da fasi di mercato azionario caratterizzate da elevata volatilità dell’indice);
 - c) l’uso di dati contabili per la costruzione dell’*Enterprise Value* (nel caso di società molto indebitate per le quali il valore di mercato del debito può risultare molto inferiore al valore contabile, o quando nei gruppi il valore di mercato del patrimonio di terzi può risultare significativamente più elevato del valore contabile);
 - d) l’esclusione o meno di *surplus assets* dal calcolo dell’*Enterprise Value* (nel caso di multipli *asset side* per rendere coerente il numeratore al denominatore);
 - e) l’esclusione o meno di componenti straordinarie di reddito (multipli rettificati a denominatore);
 - f) la data di riferimento dell’informazione storica (ultimo bilancio disponibile o ultimi dodici mesi/LTM-*Last Twelve Months*).
- Le diverse modalità di calcolo possono far assumere ad uno stesso multiplo valori molto diversi. Pertanto è necessario che le scelte di calcolo siano eguali per tutte le società comparabili e per la società quotanda o non quotata interessata all’aumento di capitale. Il Prospetto dovrebbe riportare separatamente il numeratore ed il denominatore di ciascun multiplo ed una spiegazione delle eventuali *assumptions* adottate per il calcolo (ad esempio l’*assumption* che i valori contabili del debito e del patrimonio di terzi approssimino i rispettivi valori di mercato).
- In linea generale, ai fini della costruzione dei multipli, si rinvia a quanto rappresentato al precedente par. 3.1.2 in ordine all’allineamento alle ricerche prodotte dagli *equity analyst*, e in particolare da quelli del Consorzio di Collocamento e del *Global*

Coordinator, nella fase di *pre-marketing* dei processi di IPO, nonché alla coerenza, ove esistenti, alle perizie di esperti indipendenti nelle operazioni di OPV o di aumento di capitale di società non quotate. Inoltre, sarebbe opportuno che:

- a) i multipli fossero calcolati su base *fully diluted* (considerando cioè gli effetti dei piani di *stock option*, di eventuali obbligazioni convertibili o *warrants in the money* rispetto al prezzo o al *range* di prezzi della quotazione);
- b) si calcolassero utilizzando normalmente gli ultimi prezzi disponibili
- c) si tenessero in considerazione i limiti dell'uso di informazione contabile nella stima dell'*Enterprise Value* in presenza di società molto indebitate e/o di rilevante presenza di *minorities*;
- d) si escludessero dal calcolo dell'*Enterprise Value* tutte le attività che non concorrono a formare il risultato contabile posto a denominatore del multiplo (ad esempio se a denominatore si fa uso dell'Ebit, devono essere escluse tutte quelle attività i cui risultati sono contabilizzati al di sotto della linea dell'Ebit). Queste rettifiche possono variare da multiplo a multiplo, in relazione al denominatore del multiplo. Ad esempio il multiplo *Enterprise Value/capitale investito netto* può essere calcolato sulla base dei *surplus assets* sia a numeratore che a denominatore;

In linea teorica, l'informazione storica da utilizzare dovrebbe essere tratta dall'ultima relazione finanziaria annuale disponibile.

Ragioni particolari possono indurre a compiere scelte diverse. In particolare, ove la società abbia predisposto informazioni finanziarie rielaborate (ad es. pro-forma, bilanci aggregati, carve out), i multipli dovrebbero essere calcolati tenendo conto di tali informazioni finanziarie rielaborate.

3.1.4. La selezione delle società comparabili

- La selezione delle società comparabili in caso di IPO dovrebbe muovere dall'analisi dei *comparables* riportati nelle ricerche prodotte dagli *equity analysts* delle banche del Consorzio di Collocamento. In particolare, ai fini della selezione del campione, l'Emittente dovrebbe considerare quanto espresso dagli *equity analysts* del consorzio di collocamento, e in particolare da quelli dei *Global Coordinator*, assicurando un'equilibrata selezione delle società comparabili. Nel caso in cui l'Emittente, nella selezione delle società comparabili, intendesse discostarsi dalle suddette indicazioni degli analisti, è necessario: (i) adottare adeguata cautela nella scelta delle società da utilizzare; (ii) individuare opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta operata; e (iii) fornire nel Prospetto appositi *warning* per evidenziare la divergenza da dette indicazioni.
- Per le OPV e gli aumenti di capitale di società non quotate questa costituisce la fase del processo in assoluto più delicata del criterio dei multipli, sia che essi siano costruiti con finalità *valutativa* o semplicemente informativa. Con la identificazione di società strettamente comparabili, implicitamente si sostiene che la società non quotata interessata all'OPV o all'aumento di capitale si "merita" gli stessi multipli delle società *comparabili*. Con la identificazione di società *solo parzialmente comparabili*, implicitamente si sostiene che le differenze (in termini di fondamentali, mercato o

724 *governance*) fra la società interessata all'operazione e le società *solo parzialmente*
725 *comparabili* giustificano la differenze nei multipli.

- 726
- 727 • Per le OPV/aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati
728 regolamentati la comparabilità deve muovere da un'analisi delle caratteristiche della
729 società non quotata che sta effettuando l'aumento di capitale o l'operazione di vendita di
730 azioni (OPV) ritenute utili per la selezione delle società comparabili. Pertanto,
731 l'individuazione delle società comparabili è frutto di un'analisi complessa svolta per livelli
732 di successiva scrematura delle società che, per settore di attività, caratteristiche di natura
733 fondamentale, sistema di *governance*, ecc., possono essere considerate confrontabili con
734 la società interessata all'aumento di capitale. Non esistono criteri univoci per la
735 individuazione di società comparabili, ma un corretto processo di selezione dei
736 comparabili richiede che siano indagate le differenze nei principali *value drivers* delle
737 diverse società.
- 738
- 739 • In particolare, nelle OPV e negli aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati
740 in mercati regolamentati, ai fini della determinazione del prezzo di offerta, l'Emittente
741 potrebbe tenere conto delle perizie redatte da esperti indipendenti. Nella selezione delle
742 società comparabili riportate nel Prospetto, l'Emittente dovrebbe valutare la coerenza
743 rispetto a tali perizie, nonché evidenziare e motivare eventuali divergenze, le quali, ove
744 esistenti, dovrebbero essere oggetto di inserimento di appositi *warning* nel Prospetto.
- 745
- 746 • In generale, la comparabilità non riguarda solo:
 - 747 a) la società interessata all'operazione ma si estende, per quanto possibile, anche
 - 748 alla confrontabilità fra le società comparabili;
 - 749 b) i parametri fondamentali (settore, dimensione, redditività, rischio, crescita e
 - 750 fiscalità), ma riguarda anche il mercato in cui sono scambiati i titoli e la *governance*
 - 751 delle società.
 - 752
- 753 • Tra gli elementi che dovrebbero essere considerati nella selezione delle società
754 comparabili riguardano si possono includere (la lista non è esaustiva):
 - 755 a) il settore di appartenenza;
 - 756 b) la dimensione;
 - 757 c) la redditività;
 - 758 d) il rischio (operativo e finanziario);
 - 759 e) le prospettive di crescita;
 - 760 f) la fiscalità;
 - 761 g) il mercato in cui sono scambiati i titoli;
 - 762 h) il sistema di *governance* (controllo, flottante, ecc.);
 - 763 i) il posizionamento competitivo.
 - 764

765 Alcuni di questi elementi potrebbero non essere rilevanti nello specifico contesto; altri qui
766 non menzionati (ad esempio la geografia) potrebbero assumere maggiore rilevanza.
767 Tuttavia è opportuno conoscere il percorso logico che ha condotto alla selezione delle
768 società comparabili (ad esempio se sono state identificate le sole imprese concorrenti o
769 viceversa tutte le imprese operanti nello stesso settore ed appartenenti ad una specifica

area geografica, se il settore è stato definito sulla base di codici ad una, due, tre o quattro cifre, ecc.).

- In letteratura è stato rilevato come:
 - a) l'industria da sola non sia un parametro sufficiente a garantire l'individuazione di un *panel* accurato di comparabili e come l'introduzione di altre variabili possa migliorare considerevolmente la comparabilità. La scelta di tali variabili richiede giudizio professionale¹²;
 - b) la scelta di società comparabili costituisca la fase del processo di applicazione dei multipli da cui più dipende il risultato finale e per questa ragione in sede di IPO vi è un elevato rischio di comportamenti opportunistici¹³.

Dunque l'esercizio del giudizio professionale accresce l'accuratezza dell'analisi solo a condizione che sia scevro da distorsioni.

- In caso di OPV e di aumento di capitale di società non quotate, le società selezionate possono essere *strettamente comparabili* (è questo il caso in cui il criterio dei multipli è stato utilizzato per stabilire il *range* o il prezzo del titolo da collocare sul mercato o di nuova emissione) oppure *solo parzialmente comparabili* (è questo il caso in cui il criterio dei multipli è stato utilizzato solo come criterio di controllo e/o come mero strumento segnaletico). A questo riguardo è necessario che nei prospetti siano riportate informazioni fra loro coerenti: se si dichiara che il *range* di prezzo è stato definito sulla base del criterio dei multipli, significa che le società sono *strettamente comparabili* e viceversa. E' questo il presupposto logico della metodica di mercato (*market approach*)¹⁴.
- Nei prospetti la descrizione del criterio utilizzato nella selezione delle società comparabili deve risultare adeguatamente dettagliata. Con riferimento alle società comparabili, oltre alla descrizione del settore di appartenenza, dell'attività svolta, del paese di appartenenza e del mercato di quotazione, andrebbe valutata la necessità di riportare, ove significativi, dei dati di natura fondamentale che permettano di comprendere: la dimensione dell'impresa; la sua redditività; la crescita dei risultati registrati nel recente passato; la

¹² Henschke S. Homburg C., Equity valuation using multiples: controlling for differences between firms, working paper, May 2009 e Bhojraj S., Lee C., Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms, Journal of Accounting Research, 40, 2002, 407-439

¹³ Paleari S., Signori A., Vismara S., How do underwriters select peers when valuing IPOs?, Financial Management, 43, 2014, 731-755

¹⁴ La comparabilità può essere intesa come un *continuum* che va dalla società più strettamente comparabile a quelle solo parzialmente comparabili. È il giudizio professionale che deve stabilire se esistono società dotate di comparabilità tale da rendere affidabile l'uso dei multipli come strumento valutativo. I PIV al riguardo recitano (III.1.38): "*L'esperto deve essere consapevole che non esistendo aziende sosia all'azienda da valutare, l'apparente semplicità di tali valutazioni [tramite multipli, n.d.r.] nasconde molte insidie, per effetto delle quali il metodo può condurre a risultati fuorvianti in quanto estenda all'azienda oggetto di valutazione profili (di redditività, di crescita, di rischio) che essa non ha*" e nel commento allo stesso principio: "*La formazione di campioni costituiti da società scarsamente confrontabili all'azienda da valutare conduce naturalmente a conclusioni inattendibili*".

fiscalità; il livello di indebitamento e il profilo di rischio. Inoltre, andrebbe descritta la dimensione del flottante e il sistema di *governance*, nonché quali siano le società strettamente comparabili e quelle solo parzialmente comparabili, come risultanti dalle ricerche degli analisti.

- L'errata o distorta selezione dei comparabili costituisce la causa più rilevante di alterazione dei risultati ottenuti con i multipli. E' necessaria pertanto la massima *disclosure* nel processo di selezione delle società comparabili, per evitare che l'opacità del processo possa favorire comportamenti opportunistici (che consistono nel selezionare le sole società con multipli elevati e scartare le società con multipli più contenuti). In particolare, il Prospetto dovrebbe:
 - a) illustrare con dettaglio il razionale alla base dell'inclusione o dell'esclusione di società comparabili rispetto a quelle che sarebbero state selezionate utilizzando meri criteri oggettivi (ad esempio area geografica, dimensioni, ecc.);
 - b) riportare le società comparabili espresse dagli analisti delle banche del Consorzio di Collocamento, traendo utili indicazioni, in particolare da quelli *dei Global Coordinator*, assicurando un'equilibrata selezione delle società comparabili. Nel caso in cui l'Emittente, nella selezione delle società comparabili, intendesse discostarsi dalle suddette indicazioni degli analisti, è necessario: (i) adottare adeguata cautela nella scelta delle società da utilizzare; (ii) individuare opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta operata; e (iii) fornire nel Prospetto appositi *warning* per evidenziare la divergenza da dette indicazioni.
 - c) riportare una sintesi delle principali caratteristiche delle società comparabili con riguardo ad esempio: al business e al mercato di quotazione, nonché al sistema di *governance* e ai principali dati di bilancio ove detti elementi siano stati considerati ai fini della comparabilità.
- L'esercizio del giudizio professionale nella selezione dei comparabili è utile, inoltre, per ridurre la dispersione dei multipli delle società appartenenti ad una stessa industria. Tuttavia quando la riduzione della dispersione avviene escludendo le società con multipli più contenuti è necessario fornire informazione integrative.
- Nella identificazione del numero di società comparabili occorre temperare due opposte esigenze:
 - a. da un lato, evitare di disporre di un numero di comparabili troppo ristretto per non esporre il confronto ad elementi idiosincratici specifici delle poche imprese comparabili selezionate;
 - b. dall'altro, fornire la massima completezza di informazione possibile. Ampliando la rosa di società comparabili si può disporre di una più chiara visione del paradigma valutativo di mercato finanziario.

Non esiste un criterio scientifico per poter dire se sia migliore un campione ampio od un campione ridotto di società comparabili¹⁵. In letteratura si ritiene che normalmente un numero di società comparabili compreso fra 5 e 10 consenta di disporre di un adeguato spettro informativo¹⁶. Il vantaggio informativo connesso ad un aumento nel numero delle società comparabili oltre le 10 è pagato al prezzo di una minore accuratezza della stima di valore tramite multipli¹⁷. In linea di principio si può dire che se si dà peso a società i cui multipli contengono poca informazione incrementale a spese di quelle che contengono maggiore informazione, accrescere il numero di società comparabili riduce l'accuratezza dell'analisi. Pertanto la comparazione dovrebbe spingersi sino a ricomprendere tutta l'informazione più rilevante, senza eccedere nel numero di società comparabili¹⁸.

- La selezione delle società comparabili dovrebbe anche consentire di comprendere perché alcune società mostrano multipli inferiori ad altre, alla luce delle variabili (fondamentali, di mercato e di *governance*) identificate come rilevanti. Bisogna evitare che la comparazione escluda senza un'adeguata spiegazione le società che attraverso criteri oggettivi sarebbero individuabili come comparabili e che presentano multipli più contenuti rispetto a quelle individuate come comparabili.
- Se i multipli di società che potrebbero essere selezionate sulla base di criteri oggettivi, ma che il giudizio professionale di comparabilità ha escluso, sono significativamente diversi da quelli delle società comparabili selezionate, i prospetti dovrebbero riportare i multipli di società comparabili dividendoli in due gruppi:
 - Comparabili di *tier 1*: società che sulla base del giudizio professionale sono individuate come comparabili;
 - Comparabili di *tier 2*: società identificabili sulla base di criteri oggettivi (settore, mercato, geografia), senza applicazione di giudizio professionale

¹⁵ Bhojraj S., Lee C., Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms, Journal of Accounting Research, 40, 2002, 407-439

¹⁶ Ian Cooper, Leonardo Cordeiro, *Optimal equity valuation using multiples: the number of comparable firms*, working paper, September 2008

¹⁷ L'accuratezza è misurata in letteratura dall'errore in valore assoluto fra il prezzo stimabile per una società quotata facendo uso della media dei multipli di società comparabili (variamente ponderati) rispetto al prezzo effettivo della società sul mercato.

¹⁸ Il numero di società comparabili è anche funzione della tecnica utilizzata per estrarre dai multipli l'informazione rilevante. I PIV al commento del principio III.1.38 recitano: *"Se i multipli vengono utilizzati per estrarre tramite value map [il termine usato in gergo per definire le regressioni che pongono come variabile dipendente il multiplo, n.d.r.] il paradigma valutativo di mercato finanziario, il campione di società confrontabili può includere società che nella prospettiva dell'investitore finanziario costituiscono un'asset class omogenea (pertanto la selezione del campione avviene in genere sulla base di parametri oggettivi, quali ad esempio il settore di appartenenza). Se invece i multipli vengono utilizzati per calcolare valori medi, il campione di società comparabili è normalmente più ristretto e la comparabilità viene analizzata con riferimento a più aspetti: il settore, il portafoglio di attività, la dimensione e l'età delle imprese, il grado di integrazione e il modello di business, la qualità della governance"*.

oltre ad una spiegazione delle ragioni per cui (eventualmente) il confronto con le società del *tier 2* si ritiene inadeguato.

- Analogamente quando i multipli di società comparabili i cui titoli sono scambiati su un altro mercato rispetto a quello di riferimento della società interessata all'operazione mostrano valori significativamente diversi, il prospetto potrebbe riportare anche i multipli di queste società spiegando le ragioni che possono contribuire a illustrare le differenze.
- La comparabilità deve essere verificata non solo a livello di società, ma anche a livello di singolo multiplo. Ad esempio società che operano nello stesso settore con una redditività operativa sostanzialmente allineata e prospettive di crescita simili sono strettamente comparabili quando si confrontano i multipli *asset side* (EV/Ebitda o EV/Ebit). Tuttavia se le stesse società presentano strutture finanziarie (rapporti di indebitamento) molto diverse fra loro, i multipli *equity side* (P/E o P/BV) non sono comparabili. In linea di principio vale la regola secondo cui quanto più un multiplo "cattura" l'informazione rilevante (ad esempio il multiplo P/BV in un settore dove le società con maggiore redditività si caratterizzano anche per minore rischio e migliori prospettive di crescita) maggiore è anche il numero di società confrontabili, viceversa quanto meno il multiplo "cattura" informazioni rilevanti (ad esempio il multiplo EV/Sales in un settore dove le imprese si caratterizzano per marginalità del fatturato molto diverse, diversa intensità di capitale, diverse prospettive di crescita) più ristretto dovrà essere il numero di società comparabili (che dovranno essere rappresentate dalle sole società simili in termini di marginalità e di intensità di capitale).
- La comparabilità è anche funzione dell'uso che viene fatto dei multipli. Negli aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati, se i multipli sono strumento di valutazione, la comparabilità deve essere limitata alle sole società strettamente comparabili, viceversa può estendersi anche a società solo parzialmente comparabili. Ciò fa sì che quando il criterio dei multipli non è stato utilizzato ai fini della valutazione della società il prospetto dovrebbe selezionare le società *solo parzialmente comparabili* sulla base di meri criteri oggettivi.

3.1.5. Le misure di confronto

- Nelle OPV e negli aumenti di capitale, di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati, quando si fa uso di multipli a fini valutativi sono necessarie due principali scelte:
 - a) la misura di ciascun multiplo più appropriata per la società non quotata interessata all'operazione (media, mediana, media armonica, regressione lineare, regressione non lineare, media del quartile di appartenenza);
 - b) il peso da attribuire a ciascun multiplo al fine di individuare il valore della società oggetto di valutazione.

Tutte le volte che i multipli sono strumento di valutazione è necessario che il prospetto indichi come sono state compiute le scelte in parola e le ragioni a supporto di ciascuna

di esse. Debbono essere evitate soluzioni semplicistiche composte in modo meccanico, senza un'adeguata spiegazione. Quando media, mediana e media armonica conducono a risultati significativamente diversi fra loro è necessaria una spiegazione della scelta compiuta. Poiché il riferimento a valori medi (o mediani) comunque calcolati presenta una maggiore o minore accuratezza in relazione alla dispersione dei multipli delle società comparabili, sarebbe opportuno che il prospetto evidenziasse l'errore in termini percentuali che si compirebbe stimando sulla base del multiplo medio (o mediano) comunque calcolato il valore di mercato delle società comparabili. In linea di principio non bisognerebbe che il prospetto riporti misure di confronto quali la media senza un raffronto con la mediana quando invece le ricerche degli analisti riportano solo quest'ultima misura.

- Nel caso di IPO, come già detto in precedenza, andrebbe chiaramente indicato che il *range* riportato nel Prospetto è frutto delle risultanze dell'attività di *pre-marketing* svolto dagli analisti e dai *sales* delle banche che fanno parte del consorzio di collocamento (*cfr. annex "La valutazione in caso di IPO"*). Su tale *range* vengono costruiti i multipli storici o storici rettificati della società quotanda. Per le società comparabili, invece, andrebbe verificato se gli analisti hanno fatto uso di medie dei multipli (e quali medie) o di regressioni o di analisi per quartili o altro.
- Le misure di confronto assumono un diverso valore segnaletico in relazione a tre differenti categorie di rischio:
 - la volatilità dei multipli nel tempo (che può essere funzione anche della volatilità dell'intero mercato);
 - la classe di rischio cui appartiene la specifica impresa in relazione alla storia, alla modello di *business*, al settore di attività, ecc.;
 - la natura del collocamento (OPV, OPS, OPVS) ovvero vendita di titoli già in circolazione da parte dell'azionista di controllo, di un veicolo finanziario, di un *private equity investor* o emissione di nuovi titoli o una combinazione fra le due.

Normalmente gli investitori professionali suddividono le società/titoli/offerte in classi di rischio e compiono le scelte di acquisto/vendita in relazione alla misura dello scostamento fra il valore dello specifico titolo (nel nostro caso espresso dal prezzo o dal *range* di prezzi della società quotanda o non quotata interessata all'aumento di capitale) e la misura di confronto (media, mediana, ecc.). Maggiore è il rischio, maggiore è lo sconto richiesto.

- La presenza sempre più diffusa all'interno dello stesso settore o *business* di società caratterizzate da modelli di *business* diversi non solo rende sempre più complesso identificare società strettamente comparabili, ma di fatto svuota di significato il riferimento alla società medio-rappresentativa di settore o di *business* (il cui valore dovrebbe poter essere ricavato sulla base dei multipli medi). Se ciascuna società comparabile ha caratteri propri, la media dei multipli di tali società può non avere senso economico, anche quando i multipli sono utilizzati come strumento valutativo. In questi casi un'analisi per quartili o attraverso regressioni (lineari o non) può consentire di cogliere il razionale di mercato dietro alla dispersione dei multipli.

- Nelle OPV e negli aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati, quando invece i multipli non sono uno strumento di valutazione, ma solo uno strumento segnaletico è necessario fornire, se possibile, una gerarchia dei multipli evidenziando i multipli a minore dispersione.
- In presenza di più multipli¹⁹ utilizzati a fini valutativi *“(...) si pone il problema della ricerca di una convergenza fra le diverse indicazioni che ciascuno di essi esprime. Talora è più utile ragionare in termini di fasce di valori, anziché di valori puntuali, ricordando che l’area di sovrapposizione delle diverse stime è individuata dal massimo dei minimi e dal minimo dei massimi. Altre volte è necessario un ritorno all’esame dei fondamentali per rivedere la selezione dei coefficienti rilevati per i moltiplicatori o per individuare una gerarchia fra questi ultimi. Sono da evitare le soluzioni rappresentate da medie fra stime strutturalmente diverse, o da ‘range’ confusamente costruiti”*

3.2 I metodi indiretti (finanziari, reddituali, patrimoniali, misti)

3.2.1. Valore intrinseco e valore orientativo nella fase di premarketing

- Nel quadro di un’operazione di *initial public offering* (IPO) ovvero di un’operazione di aumento di capitale sociale (AuCap) da parte di non soggetto non quotato, l’emittente che si orienta verso l’adozione di un metodo valutativo cosiddetto “indiretto”, analitico, assoluto o tradizionale ai fini del *pricing* degli strumenti finanziari oggetto d’emissione sul mercato finanziario deve tenere conto che la configurazione di valore sottesa a simili operazioni normalmente è:
 - il valore di mercato, nel caso degli IPO (cfr. appendice 1)
 - il valore intrinseco, negli aumenti di capitale di società non quotate (cfr. appendice 2).
- Nel caso di IPO questo tipo di valutazione (indiretta, assoluta) normalmente è svolta dagli advisor esclusivamente nelle fasi antecedenti al pre-marketing nel caso degli IPO, al solo fine di disporre di un range di valori preliminari prima di avviare la fase di pre-marketing (cfr. appendice 1). In questo caso l’unità di valutazione è il singolo titolo nella prospettiva dell’azionista di minoranza.
 Nel caso di aumenti di capitale da parte di società non quotate questo tipo di valutazione (indiretta, assoluta) costituisce normalmente il metodo principale di determinazione del prezzo (cfr. appendice 2). Normalmente per le società ad azionariato diffuso l’unità di valutazione è in questo caso l’azienda nel suo complesso ed il valore del singolo titolo è ricavato su base proporzionale.
- L’utilizzo di metodi di valutazione idonei a esprimere un valore intrinseco – e qui denominati “indiretti” o “assoluti” per distinguerli dalle impostazioni tese a

¹⁹ Commento al PIV III.1.38

determinare in modo diretto e comparativo il valore di mercato – è particolarmente indicato, per la sua duttilità, per richiamare l’attenzione sui “fondamentali” della società che si candida alla quotazione o della società non quotata che procede a un aumento di capitale, quindi per cogliere compiutamente sue capacità e condizioni specifiche. L’informativa resa nell’apposito prospetto deve essere presentata, conseguentemente, in modo tale da consentire a interessati e interlocutori di formarsi un’idea non superficiale del valore economico della società e degli strumenti finanziari oggetto di emissione, idea che possa, poi, condurre a un razionale e condiviso valore (di mercato o intrinseco), attraverso il confronto negoziale in fase di pre-marketing.

- L’impiego di un metodo valutativo indiretto come impostazione principale o primaria per il *pricing* degli strumenti finanziari emessi in sede di IPO o AuCap trova due principali ragioni:
 - nel caso di IPO, per l’assenza di società comparabili e quindi per l’impossibilità di adottare il criterio dei multipli come criterio principale;
 - nel caso degli Aucap, per l’esigenza di evitare trasferimenti di ricchezza fra i soci.

In entrambi i casi il presupposto per l’uso di criteri indiretti (assoluti) consiste nel riuscire a cogliere ed esprimere al meglio le determinanti del valore del singolo emittente. Per questa ragione la scelta di un simile metodo deve sempre essere accompagnata da un’analisi, il più possibile mirata e non stereotipata, dei *value drivers* dell’azienda e del suo contesto competitivo e di mercato.

- Nei casi in cui le imprese siano dotate di *surplus* o *redundant assets* (ovvero di attività non attinenti al business) è sempre necessario specificare la presenza di tali attività e la metodica valutativa adottata. È inoltre raccomandabile segnalare se tali attività accessorie siano destinate (o meno) a permanere nell’economia dell’impresa oggetto di IPO o AuCap anche successivamente alla positiva conclusione di quest’ultima operazione.
- Discorso analogo al punto precedente vale nel caso in cui figurino voci passive (come, per esempio, particolari fondi rischi e oneri) tali da richiedere una segnalazione ed, eventualmente, una valutazione apposita. Anche in tali circostanze, è raccomandabile specificare se tali voci passive siano destinate (o meno) a permanere nell’economia dell’impresa oggetto di IPO o AuCap anche successivamente alla positiva conclusione di quest’ultima operazione.
- È opportuno che la descrizione del criterio di valutazione indiretto (assoluto) sia preceduta da un’adeguata, ancorché sintetica, descrizione del quadro ambientale della società emittente, nonché delle caratteristiche attuali e degli orientamenti strategici e competitivi di quest’ultima.
- Le valutazioni per loro natura si riferiscono ad una data precisa. Poiché le condizioni di mercato e le aspettative possono subire variazioni anche rilevanti successivamente alla valutazione, è opportuno segnalare le fonti utilizzate per le previsioni delle dinamiche di ambiente e la loro datazione.

- 1048
- 1049
- 1050
- 1051
- 1052
- 1053
- 1054
- 1055
- 1056
- 1057
- 1058
- 1059
- 1060
- 1061
- 1062
- 1063
- 1064
- 1065
- 1066
- 1067
- 1068
- 1069
- 1070
- 1071
- 1072
- 1073
- 1074
- 1075
- 1076
- 1077
- 1078
- 1079
- 1080
- 1081
- 1082
- 1083
- 1084
- 1085
- 1086
- 1087
- 1088
- 1089
- 1090
- 1091
- La selezione del metodo o dei metodi valutativi indiretti (assoluti) dipende essenzialmente, da un lato, dal dispiegamento atteso dei driver di valore e, dall'altro lato, dalla base informativa disponibile. La combinazione di più metodi è possibile, a condizione che ciascuno offra un contributo complementare e razionalmente accettabile rispetto all'individuazione del valore ricercato. Sono da evitare gli accostamenti scomposti e soprattutto le associazioni di metodi fra i quali esistono evidenti rapporti di incompatibilità logica ovvero di ordinazione/dominanza tecnica. Nella sintesi valutativa, dunque, sono da evitare affiancamenti o combinazioni di metodi che siano illogiche o incoerenti. Per esempio, una valutazione basata su flussi di risultati attesi derivanti da un piano industriale o *business plan* più o meno articolato è di ordine superiore a valutazioni pur sempre incentrate su flussi di risultato, ma di tipo semplificato (come la capitalizzazione di risultati storici medi-normalizzati distribuibili). Analogamente, sussiste un'evidente incompatibilità di scenario fra metodo che contempla una traiettoria di crescita/sviluppo e uno che ipotizza uno stato stazionario o, peggio, una prospettiva di declino del vantaggio competitivo. Ancora, nel caso di un'impresa bancaria, non è ragionevole accostare una valutazione strettamente reddituale con una stima secondo il metodo dei dividendi attualizzati o *dividend discount model* (DDM), nella variante *excess capital*, se non si procede, preventivamente, a stabilire quanto importante siano i coefficienti di patrimonializzazione, anche ai fini della redditività futura.
 - Indipendentemente dal metodo o dai metodi indiretti (assoluti) selezionati e adottati, il procedimento di stima deve essere condotto in modo ordinato e controllato²⁰, dando notizia di ciò agli investitori potenziali.
 - In specie in sede di adozione di un metodo valutativo indiretto (assoluto) basato sui flussi di risultato futuri e di tipo non semplificato, la base informativa risulta incentrata, di regola, su un piano industriale o *business plan*. Tale piano deve essere anzitutto vagliato, attentamente, sotto il profilo della sostenibilità²¹. Qualora l'arco temporale di riferimento del piano disponibile sia relativamente contenuto (per esempio, tre anni/esercizi), si deve procedere – dandone notizia – a estendere, mediante proiezioni ragionate e sinteticamente esplicitate, l'orizzonte temporale almeno sino al momento della prevedibile stabilizzazione di tutti i driver di valore (marginalità, tasso di reinvestimento e crescita, oltre naturalmente al costo del capitale). Ciò anche ai fini di un'attendibile stima del valore residuo o terminale, che può incidere anche molto significativamente sul risultato valutativo finale.
 - In mancanza di un piano industriale o *business plan* contenente proiezioni sul futuro attendibili e sostenibili, l'effettuazione di una valutazione indiretta (assoluta) può essere ancora operata tenendo conto dei flussi di risultato aziendali, focalizzando però l'attenzione sui dati storici e sulla stabilizzazione dei driver di valore per il futuro. Si può, in tal caso, ricorrere a metodi reddituali semplificati, che capitalizzano il risultato storico medio-normalizzato distribuibile; nella loro impostazione basilare o "pura", simili metodi postulano condizioni stabilizzate di tipo stazionario (fra le altre, l'ipotesi

²⁰ Cfr. PIV 1.4.3.

²¹ Cfr. PIV III.1.2.

di stabilizzazione del capitale investito, assunzione che esclude la crescita) ovvero condizioni correnti alle quali associare poi opzioni strategiche stimate con modalità apposite.

3.2.2. Impostazione *asset side* ovvero *equity side* della valutazione

- A prescindere dallo specifico metodo valutativo indiretto (assoluto) selezionato, occorre sempre definire la variante – *asset side* oppure *equity side* – adottata, dandone adeguata notizia e motivazione. In principio e in astratto, valutazioni condotte nelle due varianti ma sulla base di uno stesso metodo di stima e della stessa base informativa dovrebbero condurre a risultati equivalenti, se non coincidenti; nella realtà, tuttavia, ciò non si verifica, soprattutto per una serie di approssimazioni sottese all'impostazione *asset side*²².
- Più precisamente, la variante *equity side* soprattutto dei metodi valutativi basati su flussi di risultato prospettici derivanti da un sostenibile piano industriale o *business plan* è idonea anche a cogliere le variazioni prevedibili nella struttura finanziaria aziendale, sino alla sua stabilizzazione. Una valutazione *equity side* è, quindi, da raccomandare in tutti i casi nei quali la struttura finanziaria aziendale presenta rilevanti specificità e deve essere governata con attenzione. Le strutture finanziarie ritenute “ottimali” (target) o “tipiche” di settore (standard), sovente desunte dall'esame di società confrontabili, possono essere, infatti, non realizzabili da una particolare impresa, la cui mobilità finanziaria sia, in concreto, limitata.
- Le valutazioni *asset side* tendono a sottovalutare la criticità appena segnalata. Ne consegue che, nella stima del costo (medio ponderato) del capitale o WACC, dovrebbe essere adottata una struttura finanziaria di riferimento concretamente realizzabile e sostenibile nel tempo. In tale struttura, un livello di indebitamento superiore alla norma non può comportare un “alleggerimento” del costo (medio ponderato) del capitale, essendo infatti necessario che il costo dei mezzi propri tenga conto con pienezza del rischio finanziario, al di là del beneficio della deducibilità fiscale del costo del debito.
- La pratica che tende a ricorrere a valutazioni *asset side* con contestuale adozione di una struttura finanziaria ottimale/normalizzata in luogo di quella effettiva non è, pertanto, raccomandabile. In ogni caso, in tale pratica, è assolutamente necessario che il costo (medio ponderato) del capitale o WACC includa espressamente una componente di stima (ovviamente maggiorativa) che tenga conto della predetta sostituzione della struttura finanziaria.
- Resta inteso che la quotazione in Borsa ovvero l'emissione di nuovi titoli azionari possa modificare la struttura finanziaria futura della società. Le valutazioni *pre-money*, però, dovrebbero essere distinte da quelle *post-money*.

²² Cfr. PIV III.1.15. e relativo Commento.

1135

1136 3.2.3. Determinazione del costo del capitale o saggio di attualizzazione / capitalizzazione

1137

1138 • Ovviamente, per i metodi valutativi indiretti (assoluti) che postulano la stima di simili
1139 grandezze chiave, è necessario fornire adeguata illustrazione e motivazione della
1140 modalità di stima del costo del capitale ovvero di uno o più saggi di sconto (discount
1141 rate).

1142

1143 • Nelle valutazioni di tipo *equity side*, ai fini del calcolo del costo dei mezzi propri (k_e),
1144 occorre determinare e specificare sia l'impostazione complessiva di stima (per
1145 esempio, il *Capital Asset Pricing Model* o CAPM ovvero l'*Arbitrage Pricing Theory* o
1146 APT), sia la modalità computazionale di aggregazione dei dati raccolti ovvero dei
1147 fattori di rischio considerati, sia ancora l'ammontare e la fonte relativa al singolo
1148 parametro adottato. L'eventuale presenza di significativi prestiti soci netti deve essere
1149 riflessa in modo appropriato nella stima; è anche importante precisare la permanenza
1150 o meno di simili passività nel futuro, in specie successivamente alla positiva
1151 conclusione dell'operazione di IPO o AuCap.

1152

1153 • Nelle valutazioni di tipo *asset side*, ai fini del calcolo del costo (medio ponderato) del
1154 capitale (WACC), occorre determinare e specificare sia l'impostazione complessiva di
1155 stima, sia la modalità computazionale di aggregazione dei dati raccolti, sia ancora
1156 l'ammontare e la fonte relativa al singolo parametro adottato. Anche in questo caso,
1157 si deve considerare in modo appropriato la sussistenza di significativi prestiti soci netti
1158 e la loro permanenza o meno nel futuro, anche successivamente alla positiva
1159 conclusione dell'operazione di IPO o AuCap.

1160

1161 • In generale, ma con primario riferimento alle valutazioni di tipo *asset side*, restano
1162 ferme le precisazioni precedenti circa il necessario riflesso sul costo del capitale o
1163 saggio di sconto che deve conseguire all'eventuale adozione di una struttura
1164 finanziaria tipica od ottimale.

1165

1166 3.2.4. Stima del valore terminale o residuo

1167

1168 • Di regola, il valore terminale è stimato, per coerenza di metodo, attualizzando – per
1169 un orizzonte temporale indefinito – il flusso terminale normalizzato, che può anche
1170 essere diverso dall'ultimo flusso di previsione analitica. Il valore terminale può,
1171 peraltro, essere calcolato per archi temporali distinti, con una progressiva
1172 convergenza dei driver verso i parametri stabilizzati.

1173

1174 • Nella stima del detto valore terminale, può anche essere utile il confronto con il valore
1175 che risulterebbe applicando al flusso terminale normalizzato un moltiplicatore
1176 desumibile dall'esame di società confrontabili, caratterizzate anch'esse da uno
1177 scenario remoto stabilizzato. Per questo motivo, il campione prescelto può essere
1178 differente da quello utilizzato per una valutazione comparativa di mercato
1179 complessiva.

1180

1181 • Per società operanti in particolari settori d'attività, si può, infine, stimare il valore
1182 terminale in modo apposito, a condizione che la comunità scientifica o di pratica abbia
1183 prodotto evidenze in tal senso e che tale specificità venga adeguatamente segnalata
1184 nel prospetto.

1185

1186

1187 3.2.5. Prospettive di crescita interna e le prospettive di crescita oltre il periodo di previsione
1188 esplicita

1189

1190 • L'adeguato *pricing* degli strumenti finanziari emessi in operazioni di IPO o AuCap
1191 richiede, di regola, la valutazione e rappresentazione di prospettive di crescita delle
1192 attività economico-produttive condotte o che potranno essere condotte
1193 dall'emittente. Simili prospettive, generalmente, sono un elemento decisivo, se non il
1194 più rilevante, nella corretta valorizzazione degli strumenti finanziari oggetto di
1195 emissione.

1196

1197 • Poiché le valutazioni sono *pre-money* normalmente le prospettive di crescita
1198 considerate attengono esclusivamente a percorsi di crescita interna,

1199

1200 • Conseguentemente, l'applicazione di un metodo valutativo indiretto deve riposare
1201 sull'acquisizione, elaborazione e rappresentazione di adeguate informazioni circa le
1202 prospettive di crescita futura per l'emittente. Nel caso in cui le dette ipotesi di crescita
1203 siano principalmente di tipo interno, la valutazione dovrà basarsi su evidenze e
1204 informazioni che consentano, al potenziale investitore o al generico interessato, di
1205 comprendere almeno i seguenti elementi di conoscenza chiave:

1206 ○ l'incidenza sul valore economico stimato della capacità di reddito corrente e
1207 della crescita futura attesa (tale incidenza è desumibile dal valore d'azienda
1208 ottenuto per capitalizzazione del reddito corrente – rettificato per le
1209 componenti di reddito non ricorrenti - rispetto al valore ottenuto
1210 considerando la crescita futura);

1211 ○ la descrizione delle determinanti della crescita ipotizzata distinguendo fra
1212 crescita dei ricavi (connessa ad esempio a nuovi prodotti, diverso mix, ecc.) e
1213 crescita dei risultati connessa a risparmi o contenimenti di consumi, incrementi
1214 di produttività, ecc.);

1215 ○ se e in quale misura la crescita interna attesa si basa su nuovi investimenti già
1216 realizzati ovvero su futuri investimenti previsti (deliberati o meno) ma non
1217 ancora implementati, neppure in parte;

1218 ○ contenuti specifici dell'eventuale attesa di miglioramento dell'efficienza e/o di
1219 ottimizzazione del *business (streamlining)*, per esempio tramite la riduzione di
1220 taluni consumi di risorse esterne o l'implementazione di metodi di gestione
1221 preferibili;

- 1222 ○ l'andamento prospettico dei margini o aggregati economico-finanziari
1223 segnalati come più impattanti o critici nella conduzione dell'attività aziendale;
- 1224 ○ l'evoluzione, nel quadro della crescita interna attesa, dei tipici fattori di rischio
1225 operativo o tecnico-industriale;
- 1226 ○ possibilità di previsione analitica e piuttosto accurata di quali e quanti *value*
1227 *drivers* sono assunti a base della valutazione nel più breve, nel medio e nel più
1228 lungo orizzonte temporale.
- 1229
- 1230 • Allo scopo di verificare la ragionevolezza e credibilità delle ipotesi di crescita a base della
1231 valutazione, giova considerare che:
- 1232 ○ sia la marginalità sia le possibilità di crescita (anzitutto interna) dipendono,
1233 essenzialmente, dalle condizioni e prospettive del settore e dalla capacità
1234 competitiva aziendale. Segnatamente, nel lungo periodo, il saggio di crescita
1235 aziendale non può mai essere superiore al tasso di espansione del settore, pur
1236 potendolo superare per periodi brevi;
- 1237 ○ il tasso di crescita (g) terminale o di più lungo termine deve essere stimato
1238 rispettando importanti relazioni di coerenza vigenti per i metodi
1239 reddituali/finanziari come il DCF oppure per il DDM.
- 1240 • È opportuno che, nel caso di valutazione basata su un sostenibile piano industriale o
1241 business plan più o meno articolato, il prospetto indichi, tra l'altro:
- 1242 ○ l'ampiezza dell'orizzonte di previsione esplicita assunto alla base della
1243 valutazione;
- 1244 ○ l'eventuale saggio di crescita utilizzato nella stima del valore terminale e le sue
1245 determinanti (saggio di inflazione, reinvestimento dei risultati operativi al
1246 netto di ammortamenti e imposte, rendimento del capitale investito netto e
1247 suo rapporto con il WACC nel più lungo termine, percentuale di utili distribuiti,
1248 rendimento (ROE) degli utili ritenuti e reinvestiti, ecc.). Particolare attenzione
1249 va riservata al fatto che uno stesso saggio di crescita nella stima del valore
1250 terminale può generare effetti diversi quando applicato agli utili correnti o a
1251 utili più elevati previsti fra "n" anni di orizzonte di previsione esplicita.
- 1252 • In mancanza di un piano industriale o *business plan* contenente proiezioni sul futuro
1253 attendibili e sostenibili, l'effettuazione di una valutazione indiretta (assoluta) incentrata
1254 sui flussi di risultato aziendali può essere operata ricorrendo a metodi reddituali
1255 semplificati, che capitalizzano il risultato storico medio-normalizzato distribuibile, se del
1256 caso tenendo conto di processi di sviluppo e/o di un arco temporale di funzionamento non
1257 delimitato. Simili modelli presuppongono la stabilizzazione immediata di tutte le

1258 grandezze, assunzione che – in mancanza di un piano proiettato verso il futuro – dovrebbe
1259 trovare adeguata dimostrazione nei dati storici. Resta ferma la cautela in merito alla
1260 sostenibilità del vantaggio competitivo nel più lungo periodo, anche ai fini di
1261 un’appropriata stima di g.

1262 • E’ opportuno che il prospetto indichi:

1263 ○ l’ampiezza dell’orizzonte di previsione esplicita assunto alla base della
1264 valutazione;

1265 ○ l’eventuale saggio di crescita utilizzato nella stima del valore terminale e le sue
1266 determinanti (saggio di inflazione, ritenzione dell’utile e rendimento del
1267 capitale, ecc.). Particolare attenzione va riservata al fatto che uno stesso saggio
1268 di crescita nella stima del valore terminale può generare effetti diversi in
1269 relazione al fatto che sia applicato agli utili correnti o ad utili più elevati previsti
1270 fra “n” anni di orizzonte di previsione esplicita.

1271 3.2.6. Emittenti coinvolti in processi di ristrutturazione e turnaround

1272 • Il *pricing* di strumenti finanziari legati ad AuCap relativi ad emittenti interessati da
1273 processi di ristrutturazione o di *turnaround* richiede apposite cautele.

1274
1275 • Il principale aspetto di rilievo attiene al fatto che normalmente è difficile effettuare
1276 una valutazione *pre-money* di tali imprese. Di conseguenza la valutazione non può
1277 che essere effettuata adottando la prospettiva *post-money* ed il prospetto deve
1278 esplicitare i criteri in base ai quali, muovendo dal valore *post-money*, è stato
1279 individuato il valore di riferimento delle azioni di nuova emissione. Ciò assume
1280 particolare importanza quando il prezzo di emissione genera effetti diluitivi
1281 importanti sul capitale esistente.

1282 3.2.7. Società di nuova costituzione (start-up), senza una storia significativa o con risultati
1283 attesi inizialmente negativi

1284 • L’impiego di metodi valutativi indiretti nel *pricing* di un’IPO da parte di una società di
1285 recente costituzione (*start-up*) richiede particolare cautela nell’elaborazione delle
1286 stime e nella prospettazione degli esiti ai potenziali investitori. Il principale problema
1287 riguarda il fatto che le previsioni relative alle performance future di società di recente
1288 costituzione si riferiscono allo scenario più probabile il quale raramente coincide con
1289 lo scenario medio atteso. In questi casi è opportuno adottare particolare prudenza
1290 nella stima del tasso di sconto, il quale può risultare significativamente più elevato del
1291 costo del capitale che sarebbe calcolabile sulla base di criteri tradizionali (es. CAPM,
1292 riferito a società comparabili).

1293 3.2.8. Riassorbimento di sovra-indebitamento pregresso

1294 • Un’iniziativa di IPO o AuCap può essere conseguente anche ad operazioni di finanza
1295 straordinaria qualificate dall’intenso impiego della logica della leva finanziaria e
1296 comportanti, quindi, un elevato indebitamento finanziario netto a carico della società

1297 emittente. Simili dinamiche possono conseguire, tipicamente, ad operazioni di tipo
1298 *leveraged buy out* (LBO) e *management buy out* (MBO).

1299 In questi casi l'aspetto di maggior rilievo è rappresentato dal fatto che la valutazione
1300 *pre-money* rifletterebbe una struttura finanziaria destinata a mutare con il
1301 collocamento dei titoli di nuova emissione ed il rimborso del debito. Per questa
1302 ragione normalmente:

- 1303 ○ la stima del costo del capitale è effettuata *post money* assumendo la struttura
1304 finanziaria che la società assumerebbe *post-money*;
- 1305 ○ non si considerano gli oneri (e più generale le conseguenze) in capo alla società
1306 attribuibile alla eventuale rottura di vincoli finanziari (c.d. *covenants*) sul
1307 debito.

1308 3.2.9. Emittente derivante da corporate spin-off

- 1309 • Nel caso in cui l'operazione di IPO o AuCap sia effettuata da un emittente che deriva
1310 da un'iniziativa di *spin-off*, la valutazione con metodi indiretti richiede di rivolgere
1311 apposita cautela e cura nei legami convenzionali e contrattuali che, di regola,
1312 sussistono fra l'emittente e la *parent company*, avendo riguardo sia al più breve
1313 termine che al più lungo orizzonte temporale. Va infatti sottolineato che, tipicamente,
1314 l'operatività corrente e prospettiva degli *spin-off* è sensibilmente condizionata da un
1315 ambiente più o meno favorevole e abilitante rappresentato proprio dai rapporti
1316 giuridici e quindi anche tecnico-operativi sussistenti con la *parent company*.

1317 Simili rapporti, se concorrono a rendere ragionevoli prospettive di risultati (anzitutto
1318 operativi) e di crescita più o meno incoraggianti o ambiziose, possono altresì essere
1319 segnaletici di eventuali dipendenze o rischi, di tipo legale o competitivo. E' necessario
1320 pertanto che siano indicato come il rischio di "dipendenza" è stato considerato nella
1321 valutazione.

1322 3.2.10. Rilevante generazione ovvero disponibilità di liquidità

- 1323 • Un'altra fattispecie meritevole di apposita trattazione è rappresentata da società che
1324 strutturalmente si caratterizzano per una posizione finanziaria positiva. In questi casi l'IPO
1325 generalmente avviene per consentire agli azionisti esistenti di dismettere (in toto o in
1326 parte) la propria partecipazione o per consentire alla società di acquisire risorse per
1327 finanziare percorsi di crescita esterna.
- 1328 • Poiché il valore intrinseco di queste aziende è normalmente stimato sulla base di criteri
1329 fondati sui flussi distribuibili agli azionisti, assume particolare rilievo:
 - 1330 ○ il payout assunto nella valutazione;
 - 1331 ○ il rendimento degli utili non distribuiti;
 - 1332 ○ il costo del capitale che deve riflettere un leverage negativo (ovvero una posizione
1333 finanziaria attiva).

1334 3.2.11. Giustificazione dell'impiego della logica di somma delle parti

- 1335 • L'adozione dell'approccio per somma di parti (*sum of the parts* o SoP) deve essere
1336 adeguatamente motivata e giustificata, ad esempio nel caso in cui l'emittente sia una

1337 società capogruppo di un gruppo con *business* significativamente differenti fra loro in
1338 termini di prospettive di crescita e di rischi.
1339 • Nei settori regolamentati il criterio per somma di parti assume rilievo anche per
1340 business simili quando questi ultimi costituiscono legal entity autonome e la
1341 regolamentazione per entità autonome o appartenenti ai gruppi è differente.

1342 3.2.12. Execution risk delle attività pianificate

- 1343 • Un profilo comune all'impiego di qualsiasi modello valutativo indiretto focalizzato
1344 sulle previsioni di risultati attesi e futuri, specialmente se associati a progetti o
1345 iniziative più o meno innovativi o differenti rispetto alla storia aziendale, concerne il
1346 grado di rischio intrinseco nell'implementazione di nuovi impieghi e di nuove attività
1347 economico-produttive. Tanto nell'elaborazione delle stime quanto nell'esposizione
1348 degli esiti valutativi, pertanto, si può vagliare se e come tenere e dare conto del
1349 cosiddetto "*execution risk*", essenzialmente legato al grado di ambizione degli obiettivi
1350 desiderati e prefissati rispetto alle capacità e competenze disponibili o prontamente
1351 acquisibili per il loro perseguimento, quindi alla possibilità di mancato raggiungimento
1352 dei risultati attesi per svariati fattori causativi.
- 1353 • Nel caso di IPO o AuCap, è possibile delineare circostanze e situazioni concrete che, di
1354 regola, pongono maggiormente la questione dell'esplicitazione dell'*execution risk*
1355 tanto nel momento valutativo quanto in sede di rappresentazione di risultati e
1356 implicazioni a terzi. Esempi indicativi possono essere:
- 1357 ○ emittenti stabilmente o transitoriamente caratterizzati da importanti
1358 sforzi nell'innovazione e, in particolare, società con ingenti progetti di
1359 studio e lancio di nuovi prodotti;
- 1360 ○ emittenti interessati da iniziative e progetti strategico/imprenditoriali
1361 piuttosto radicali e in relativa discontinuità rispetto alla storia/struttura
1362 aziendale, come nel caso di entrata o di cambiamento sensibile del *mix*
1363 di *business* presidiati, di mercati geografici serviti, di tecnologie di base
1364 impiegate, ecc.;
- 1365 ○ emittenti significativamente, se non totalmente, impegnati in mercati
1366 geografici emergenti;
- 1367 ○ emittenti rappresentati da società *start-up*;
- 1368 ○ emittenti interessati da processi di ristrutturazione o in fase di
1369 *turnaround*;
- 1370 ○ emittenti il cui piano industriale o *business plan* posto a base della
1371 valutazione a fini di IPO e AuCap sia il portato di un gruppo
1372 direzionale/manageriale, se non addirittura di una compagine
1373 societaria, relativamente nuovo/nuovi, in quanto oggetto di
1374 avvicendamenti in tempi piuttosto recenti.

1375 3.2.13. Emittenti rappresentati da banche e altre società finanziarie

- 1376 • Nel caso di IPO o AuCap intraprese da imprese bancarie o comunque finanziarie, un
1377 modello valutativo indiretto (assoluto) frequentemente adottato è il metodo dei
1378 dividendi attualizzati o dividend discount model (DDM) nella versione excess capital.
1379

1380

4. PROPOSTE DI STANDARDIZZAZIONE DELLE INFORMAZIONI RESE NEI PROSPETTI RELATIVI ALLE IPO E AGLI AUCAP E OPV DI SOGGETTI NON QUOTATI

4.1. *Proposte relative al metodo dei multipli*

L'applicazione del criterio dei multipli richiede giudizio professionale e non è il risultato di un calcolo meccanico. Le IPO si caratterizzano per una elevata asimmetria informativa fra emittente (e suoi *advisor*) ed investitori, è necessario pertanto che il Prospetto riporti un'adeguata *disclosure* in merito alle scelte compiute nell'applicazione del criterio dei multipli e se si è fatto riferimento alle scelte compiute dagli analisti appartenenti al Consorzio di Collocamento e al *Global Coordinator*.

In questo paragrafo sono sintetizzate le proposte di standardizzazione che sono emerse nella parte precedente, suddivise in relazione all'uso che è stato fatto dei multipli e per ciascuna delle quattro fasi che compongono il processo di applicazione del criterio dei multipli.

A) **Uso dei multipli**

In caso di IPO:

- a) dichiarare se i multipli sono stati utilizzati dagli analisti delle banche del consorzio di collocamento e in particolare da quelli dei *Global Coordinator* come criterio di valutazione o solo come misura indicativa (o criterio di controllo/*sanity check*);
- b) ove i multipli utilizzati dall'emittente (storici) sono diversi da quelli utilizzati dagli *equity analyst*, e in particolare da quelli del *Consorzio di Collocamento* e del *Global Coordinator*, nella fase di *pre-marketing* (prospettici, storici rettificati):
 - i. evidenziare tale circostanza richiamando la prassi adottata in generale dagli analisti;
 - ii. indicare che i multipli storici riportati nel prospetto assolvono esclusivamente ad una funzione segnaletica;
- c) nel caso in cui (come di norma) il prospetto riporti il *range* di prezzo quale risultante dell'attività di *pre-marketing* svolta dagli analisti e dai *sales* delle banche che fanno parte del consorzio di collocamento e su tale *range* vengono costruiti i multipli della società quotanda, fornire adeguata descrizione di tale circostanza nel Prospetto.

In caso di aumento di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati e OPV:

- a) dichiarare quando i multipli sono stati utilizzati come criterio di valutazione o solo come misura indicativa (o criterio di controllo/*sanity check*);
- b) spiegare quali multipli sono stati utilizzati (prospettici, storici rettificati o storici).
- c) ove i multipli utilizzati dall'emittente non risultano coerenti con quelli utilizzati in eventuali perizie di terzi indipendenti utilizzate ai fini della determinazione del prezzo, evidenziare e motivare tale circostanza e richiamare quanto indicato dai periti, anche inserendo appositi warning.

B) Selezione dei multipli

- a. I criteri e i parametri di selezione devono trovare adeguata illustrazione nel Prospetto, in particolare nel capitolo 5 della Nota Informativa.
- b. Nel caso in cui nella selezione dei multipli effettuata dall'Emittente sussistano delle divergenze rispetto a quanto uniformemente espresso dagli *equity analysts* del consorzio di collocamento, e in particolare da quelli *dei Global Coordinator*, il prospetto riporta: (i) gli opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta operata; (ii) appositi *warning* per evidenziare la divergenza da dette indicazioni degli analisti.
- c. Nei casi in cui i multipli storici riportati nel prospetto forniscono indicazioni significativamente diverse dai multipli prospettici (in genere utilizzati dagli analisti), ad esempio è il caso in cui i multipli storici della società interessata all'IPO risultano a sconto rispetto alla media dei *peers* mentre i multipli prospettici della stessa società sono a premio rispetto ai *peers*, occorre riportare in forma narrativa l'indicazione che i multipli prospettici potrebbero fornire indicazioni diverse da quelle dei multipli storici nella comparazione relativa della società interessata all'IPO e dei *peers* e le eventuali possibili ragioni.
- d. Esplicitare il criterio di selezione:
 - i. Multipli a minore dispersione;
 - ii. Multipli più usati dagli analisti che seguono le società comparabili;
 - iii. Multipli usati dagli analisti nelle ricerche emesse nella fase di *pre-marketing*;
 - iv. Multipli selezionati sulla base di altri criteri (da illustrare)

Nel caso in cui i multipli sono utilizzati a fini valutativi, fornire anche indicazione:

 - v. degli eventuali *business* che non sono stati valutati sulla base dei multipli;
 - vi. della presenza di sconti rispetto alla valutazione per somma di parti di imprese diversificate nello stesso settore.
- e. Esplicitare le motivazioni per l'eventuale esclusione di multipli:
 - i. *Equity side*
 - ii. Patrimoniali
 - iii. A livello di gruppo nel suo complesso

C) Costruzione dei multipli

- a. Il prospetto dovrebbe riportare le modalità con cui sono calcolati i multipli e le ragioni delle scelte compiute. In particolare, nel caso in cui nella costruzione dei multipli effettuata dall'Emittente sussistano delle divergenze rispetto a quanto uniformemente espresso dagli analisti del Consorzio di Collocamento, e in particolare da quelli del

1462 Global Coordinator, il prospetto riporta: (i) gli opportuni elementi informativi a
1463 supporto e a motivazione della scelta; (ii) appositi *warning* per evidenziare la divergenza
1464 dalle indicazioni degli analisti.

1465 b. Inoltre, si dovrebbe evidenziare se i multipli sono stati elaborati:

1466 i. su base *fully diluted* (considerando cioè gli effetti dei piani di *stock option*, di
1467 eventuali obbligazioni convertibili o *warrants in the money* rispetto al prezzo o al
1468 *range* di prezzi della quotazione) ;

1469 ii. tenendo conto dei limiti dell'uso di informazione contabile nella stima
1470 dell'*Enterprise Value* in presenza di società molto indebitate e/o a rilevante
1471 presenza di *minorities*;

1472 iii. escludendo dal calcolo dell'*Enterprise Value* tutte le attività che non concorrono
1473 a formare il risultato contabile posto a denominatore del multiplo;

1474 Ogni scostamento dovrebbe essere adeguatamente descritto ed argomentato.

1475
1476 c. Riportare, oltre i valori puntuali, una media dei multipli delle società comparabili
1477 ovvero, qualora si riscontri una forte dispersione dei valori, altre misure di sintesi
1478 ritenute più adeguate.

1480 **D) Selezione di società comparabili**

1481
1482 a. I criteri e i parametri di selezione dovrebbero trovare adeguata illustrazione nel
1483 Prospetto, in particolare nel capitolo 5 della Nota Informativa, in coerenza con quanto
1484 indicato nel capitolo 6 del Documento di Registrazione.

1485
1486 b. E' necessario illustrare con dettaglio il rationale alla base dell'inclusione o
1487 dell'esclusione di società comparabili rispetto a quelle che sarebbero state selezionate
1488 utilizzando meri criteri oggettivi.

1489
1490 c. Nel caso in cui nella selezione delle società comparabili effettuata dall'Emittente
1491 sussistano delle divergenze rispetto a quanto uniformemente espresso dagli analisti
1492 del Consorzio di Collocamento, e in particolare da quelli del Global Coordinator, il
1493 prospetto riporta: (i) gli opportuni elementi informativi a supporto e a motivazione
1494 della scelta; (ii) appositi *warning* per evidenziare la divergenza dalle indicazioni degli
1495 analisti.

1496
1497 d. Ai fini dell'individuazione delle società comparabili si ritiene che normalmente un
1498 numero di società comparabili compreso fra 5 e 10 consenta di disporre di un
1499 adeguato spettro informativo.

1500
1501 e. È necessaria una sintesi delle principali caratteristiche delle società comprabili con
1502 riguardo ad esempio: al business e al mercato di quotazione, nonché al sistema di
1503 *governance* e ai principali dati di bilancio ove detti elementi siano stati considerati ai
1504 fini della comparabilità .

1505

- f. Se i multipli di società i cui titoli sono scambiati in altri mercati sono significativamente diversi, occorrerebbe riportare separatamente i due gruppi di società comparabili.
- g. Nella presentazione dei multipli occorre indicare quali società sono meno comparabili per lo specifico multiplo (ad esempio multiplo P/E di società con rapporti di indebitamento significativamente diversi da quelli delle altre imprese comparabili).
- h. In caso di OPV e aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati se i multipli sono stati utilizzati come criterio di valutazione, le società dovrebbero essere strettamente comparabili, selezionate sulla base di una pluralità di elementi che devono essere esplicitati. Un elenco (non esaustivo) dei parametri da considerare è il seguente:
- i. il settore di appartenenza;
 - ii. la dimensione;
 - iii. la redditività;
 - iv. il rischio (operativo e finanziario);
 - v. le prospettive di crescita;
 - vi. la fiscalità;
 - vii. il mercato in cui sono scambiati i titoli;
 - viii. il sistema di *governance* (controllo, flottante, ecc.);
 - ix. il posizionamento competitivo.

Occorre esplicitare quali di questi (o altri) elementi sono stati considerati e spiegarne il motivo.

Nel caso in cui nella selezione delle società comparabili effettuata dall'Emittente sussistano delle incoerenze rispetto a quanto indicato nelle eventuali perizie di esperti indipendenti alla base della determinazione del prezzo il prospetto riporta: (i) gli opportuni elementi informativi a supporto e a motivazione della scelta; (ii) apposito *warning* per evidenziare la citata divergenza.

* * *

Eventuali elementi di criticità in relazione a tutti i sopra citati aspetti dovranno essere oggetto di specifico fattore di rischio nell'ambito del prospetto.

4.2. Proposte relative ai metodi indiretti (assoluti) di valutazione

L'applicazione dei metodi indiretti (assoluti) di valutazione richiede, di regola, l'uso di informazione prospettica non disponibile agli investitori. L'asimmetria informativa rispetto al criterio dei multipli è ancora più significativa. In questo paragrafo, sono sintetizzate le proposte di standardizzazione dell'informativa da rendere nel prospetto che sono emerse nella corrispondente parte precedente.

1544

1545 **A) Uso e selezione di uno o più criteri valutativi indiretti (assoluti)**

1546 Esplicitare in modo sintetico ma chiaro ed esauriente:

- 1547 a) se e perché la valutazione è stata compiuta secondo una prospettiva di valutazione *pre-*
1548 *money* oppure *post-money*;
- 1549 b) perché, come criterio principale o primario di valutazione, uno o più criteri valutativi
1550 indiretti (o assoluti) sono stati adottati. La scelta può essere motivata anche in relazione
1551 alla non opportunità o praticabilità di un criterio dei multipli come impostazione
1552 primaria di stima;
- 1553 c) quale configurazione di valore, tra valore di mercato e valore intrinseco, è stata assunta
1554 a riferimento e perché;
- 1555 d) quale o quali criteri valutativi indiretti (o assoluti) sono stati specificatamente adottati
1556 (es. DCF, APV, DDM, DDM con *excess capital*, capitalizzazione di flussi storici medio-
1557 normalizzati, metodo misto reddituale/patrimoniale, metodo patrimoniale semplice o
1558 complesso, EVA, ecc.) e il perché di tale selezione;
- 1559 e) quale variante (tra *equity side* e *asset side*) del o dei i criteri valutativi indiretti (o
1560 assoluti) adottati è stata impiegata e perché;
- 1561 f) se è stato adottato un secondo criterio valutativo di controllo e, in caso affermativo,
1562 spiegare se e perché è stato impiegato un determinato metodo comparativo/di mercato
1563 oppure un diverso metodo valutativo indiretto (o assoluto);
- 1564 g) se e quali meccanismi di auto-controllo (fra calibrazioni di singoli parametri rilevanti,
1565 scenarizzazioni, *sensitivity analysis* o *stress test* mirati, ecc.) sono stati utilizzati, nell'im-
1566 plementazione del o dei i criteri valutativi indiretti (o assoluti) adottati, nonché per quali
1567 motivi;
- 1568 h) quale unità di valutazione (singolo strumento finanziario/titolo azionario, società
1569 emittente nel suo complesso, singolo *business* presidiato dall'emittente, gruppo
1570 aziendale di riferimento per l'emittente, ecc.) è stata selezionata e per quale ragione.
- 1571

1572 **B) Principali elementi di natura fondamentale a base del o più criteri valutativi indiretti**
1573 **(assoluti) adottati**

- 1574 a) Esporre in modo sintetico ma chiaro ed esauriente almeno gli elementi di natura
1575 fondamentale di seguito indicati e relativi alla situazione corrente ovvero sino alla data
1576 di valutazione, avendo cura di esplicitare, ove possibile, eventuali fonti informative
1577 esterne utilizzate (con la relativa datazione);
- 1578 i. aree strategiche d'affari (*strategic business areas* o SBA) oggetto di valutazione;
- 1579 ii. tipo di orientamento al mercato, distinguendo almeno fra *business to business*
1580 (BtB) e *business to consumer* (BtC);
- 1581 iii. *overview* della struttura e della dinamica evolutiva recente del *business* di
1582 riferimento (offerta di settore, domanda di mercato, eventuale regolazione
1583 rilevante);
- 1584 iv. assetto istituzionale (*corporate governance*);
- 1585 v. assetto organizzativo (con precisazione del numero attuale di addetti e della loro
1586 composizione in macrocategorie) e *management*;
- 1587 vi. posizionamento competitivo e orientamento strategico deliberato;

1588

- 1589 b) riportare in modo sintetico ma chiaro ed esauriente le principali linee evolutive e pro-
1590 spettiche assunte con riferimento alle dinamiche e s t e r n e / ambientali (previsioni ma-
1591 croeconomiche, macrofinanziarie, settoriali, regolatorie, ecc.), sia interne/aziendali,
1592 avendo cura di esplicitare, ove possibile, eventuali fonti informative esterne utilizzate
1593 (con la relativa datazione).

1594

1595 **C) Applicazione di uno o più criteri valutativi indiretti (assoluti)**

- 1596 a) In modo sintetico ma chiaro ed esauriente, almeno in merito agli aspetti
1597 procedurali e metodologici di seguito richiamati, precisare:
- 1598 i. se la valutazione si basa su proiezioni contenute in un piano industriale o *business*
1599 *plan* e, in caso affermativo, se quest'ultimo è integralmente elaborato dall'emittente,
1600 è elaborato dall'emittente soltanto per un numero circoscritto di annualità
1601 (da indicare) ed è stato poi completato dal valutatore per ulteriori annualità (da
1602 indicare), è interamente elaborato dal valutatore (benché sulla base di informa-
1603 zioni e riscontri conseguiti dall'emittente o suoi consulenti) o risulta da altra
1604 diversa impostazione (da indicare);
 - 1605 ii. l'orizzonte temporale di proiezione (per esempio: se limitato oppure illimitato; se
1606 suddiviso in uno o più periodi di proiezione esplicita o analitica formati da un
1607 determinato numero di annualità – da indicare – e seguiti o meno da un periodo
1608 di proiezione implicita o sintetica);
 - 1609 iii. quali e quanti *value drivers* sono assunti a base della valutazione nel più breve,
1610 nel medio e nel più lungo orizzonte temporale;
 - 1611 iv. le determinanti della crescita attesa, specialmente nel periodo di previsione
1612 esplicita;
 - 1613 v. l'incidenza sul valore economico stimato della capacità di reddito corrente e della
1614 crescita futura attesa;
 - 1615 vi. se e in quale misura la crescita interna attesa si basa su nuovi investimenti già
1616 realizzati ovvero su futuri investimenti previsti (deliberati o meno) ma non ancora
1617 implementati, neppure in parte;
 - 1618 vii. le fondamentali assunzioni circa l'andamento prospettico dei margini o aggregati
1619 economico-finanziari più rilevanti;
 - 1620 viii. l'evoluzione dei tipici fattori di rischio operativo o tecnico-industriale;
 - 1621 ix. se sussiste o meno un significativo rischio di *execution* del piano e, in caso
1622 affermativo, come tale rischio è stato trattato nella valutazione;
 - 1623 x. quale tipo di crescita/sviluppo dei futuri flussi di risultato è stato adottato (per
1624 esempio: assenza di crescita, per cui $g=0$; crescita costante per l'intero piano, ossia
1625 un unico $g>0$; adozione di due o più tassi di crescita differenziali per i periodi di
1626 previsione esplicita e implicita, sicché normalmente è $g_1>g_2>g_i>...>0$; adozione di
1627 tassi di crescita varianti e non lineari; adozione in ogni caso di un tasso di crescita
1628 terminale o di lungo termine, per cui $g_t\geq 0$), i motivi essenziali della scelta operata
1629 e le determinanti a base del o dei tassi g stimati;
 - 1630 xi. se è previsto un valore terminale e come questo è stato determinato (per
1631 esempio: come valore di liquidazione; come valore estrinseco derivato da dati di
1632 mercato o empirici; come valore intrinseco, basato sull'ultimo flusso di risultato
1633 oggetto di previsione esplicita oppure su un apposito flusso atteso, da

- 1634 specificare);
- 1635 xii. la struttura finanziaria impiegata ai fini della valutazione e i conseguenti riflessi
- 1636 sul costo del capitale o saggio di attualizzazione/capitalizzazione. Tra l'altro, è
- 1637 necessario esplicitare (motivando la scelta compiuta) se è stata impiegata la
- 1638 struttura finanziaria effettiva dell'emittente (alle condizioni attuali oppure
- 1639 rettificata a condizioni di mercato) o una diversa struttura (per esempio una
- 1640 struttura tipica di settore ovvero ottimale/ideale per l'emittente) e se la struttura
- 1641 è unica e invariante nell'arco temporale di proiezione o meno, nonché gli
- 1642 eventuali effetti di tale selezione sul costo del capitale adottato;
- 1643 xiii. le informazioni sintetiche e di riepilogo di seguito riportate in forma sinottico-
- 1644 tabellare.
- 1645

Variabile	Parametro	Tipo di dato considerato (ove rilevante, precisando anche il riferimento geografico)	Fonte e riferimento temporale
Incidenza relativa dei mezzi propri (<i>equity</i> o E)	...%	Es. dato unico e invariante o media nell'arco temporale di proiezione; dato effettivo, <i>standard</i> di settore o <i>target</i> per l'emittente, ecc.	...
Incidenza relativa dei debiti finanziari netti (<i>debt</i> o D)	...%	Es. dato unico e invariante o media nell'arco temporale di proiezione; dato effettivo, <i>standard</i> di settore o <i>target</i> per l'emittente, ecc.	...
Struttura <i>debt to equity</i> (D/E)	...	...	...
Risk free rate (rfr)	...%	Es. titolo obbligazionario italiano ...; tasso d'interesse <i>risk free</i> a 180 giorni; ecc.	...
Market risk premium (mrp)	...%	...	...
Coefficiente Alfa di <i>specific risk</i> (α)	...%	Es. rischio regolatorio, di dimensione inferiore o di concentrazione della domanda; <i>execution risk</i> del piano, ecc.	...
Coefficiente Beta <i>unlevered</i> (β_u)	... (>1 o <1)	...	...
Coefficiente Beta <i>levered</i> (β_l)	... (>1 o <1)	...	...
Costo del capitale proprio (k_e)	...%	...	...
Costo dell'indebitamento finanziario netto (k_d)	...%	...	...

Costo medio ponderato del capitale (cmp, k_0 o <i>pre-tax WACC</i>)	...%	...	...
<i>Tax rate</i>	...%	...	...
Tasso d'inflazione	...%	...	...
<i>Growth rate</i> (g)	...%	Es. riportare i diversi tassi impiegati, se più di uno	...

1646

1647

APPENDICI

APPENDICE 1. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE IN FASE DI IPO

- Nel presente allegato vengono descritti gli aspetti che caratterizzano il processo di valutazione e fissazione del prezzo di una società prossima alla quotazione in Borsa.

- La valutazione di un'azienda nell'ambito della quotazione in Borsa è frutto di un processo continuo di analisi e verifica, che parte dalla preliminare stima del valore condotta quando ancora non sono disponibili tutti i dati e le informazioni relativi alla società (il momento del cosiddetto *pitch*) fino alla determinazione del prezzo *pre-money* a cui l'azione viene effettivamente venduta agli investitori.

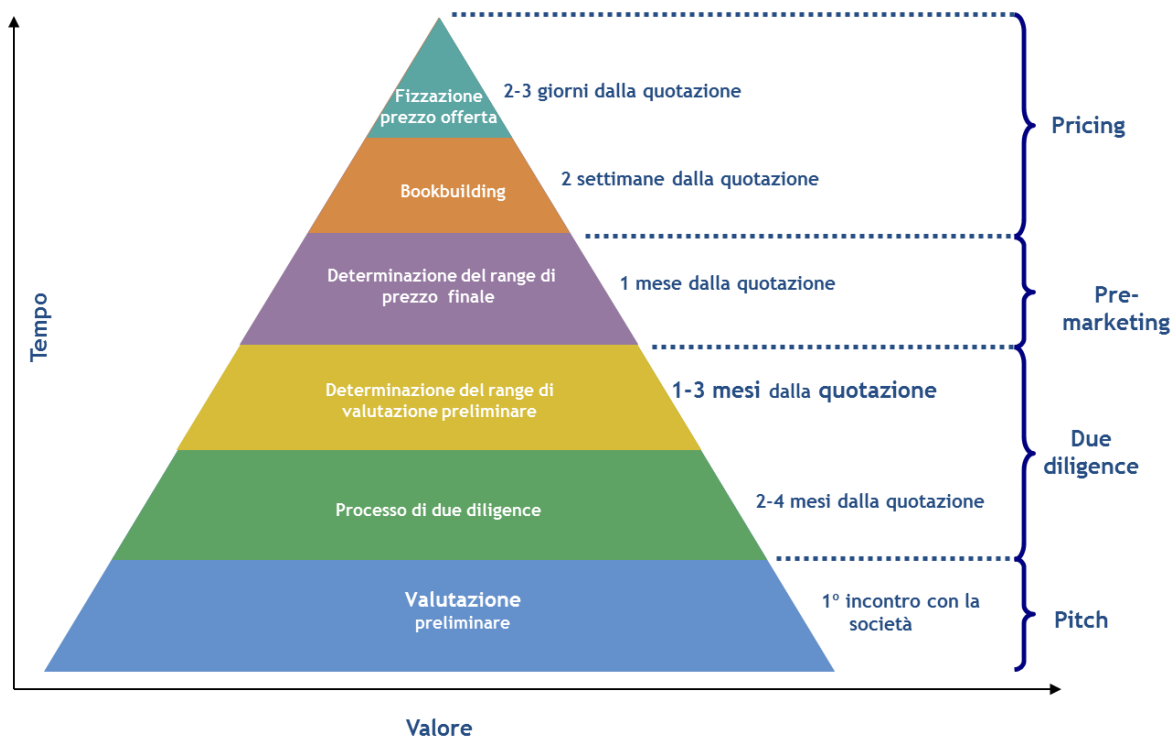
Il processo valutativo si arricchisce progressivamente di sostanza e contenuto durante le fasi preparatorie alla quotazione, quando la società mette a disposizione dati e informazioni dettagliati sull'attività e sulle prospettive future. La valutazione dovrebbe essere condotta privilegiando l'ottica industriale e la ricerca di un valore di business: per queste ragioni il piano industriale rappresenta lo strumento principale su cui si basa l'intero processo.

Partendo da una stima preliminare del valore *pre-money*, la valutazione tiene progressivamente conto delle indicazioni fornite dagli investitori durante l'attività di *early-look marketing* e di *pre-marketing*, delle ricerche preparate dagli analisti del consorzio di collocamento, dell'andamento dei mercati borsistici, delle dimensioni dell'offerta e della potenziale liquidità del titolo. Queste ultime considerazioni portano in genere a definire un'*IPO discount*, che ha la funzione di massimizzare il livello di domanda e aumentare, per coloro che durante il collocamento hanno deciso di investire nell'azienda, la probabilità di ottenere un buon rendimento dall'investimento. In tal modo, si giunge a definire un "Intervallo di Valorizzazione Indicativa" e, pertanto, un "prezzo massimo" (spesso vincolante), pubblicati all'interno del Prospetto. Il "prezzo di offerta" è infine determinato, secondo il meccanismo dell'*open price*, dai proponenti dell'investimento (società quotanda e/o suoi azionisti), sentito il *global coordinator*, tenendo conto, tra l'altro, delle condizioni del mercato mobiliare domestico e internazionale, della quantità e della qualità delle manifestazioni di interesse ricevute dagli investitori istituzionali, della quantità della domanda ricevuta nell'ambito dell'offerta pubblica, dei risultati raggiunti dalla società e delle prospettive della medesima.

- Di seguito si descrivono le fasi che tipicamente caratterizzano un processo di valutazione e i principali soggetti coinvolti.

1.1 Le fasi del processo

- Il processo di determinazione del valore di una società quotanda si articola in diverse fasi che, come indicato in precedenza, implicano approfondimenti e aggiornamenti successivi fino a pervenire, partendo da un intervallo ampio, alla determinazione del prezzo di offerta, ovvero il prezzo al quale sono collocate le azioni. Il grafico sottostante rappresenta le fasi che generalmente caratterizzano una valutazione finalizzata alla quotazione in Borsa (Figura sottostante).



- Il processo descritto è da intendersi senza soluzione di continuità e, come mostra il grafico, si articola in quattro momenti, che ripercorrono l'intero iter valutativo, dall'intervallo di valori più ampio definito nelle fasi iniziali fino ad un *range* più ristretto prima di iniziare il *bookbuilding*. Di seguito si riportano le principali fasi del processo:

- valutazione svolta al momento del *pitch* da parte delle banche collocatrici;
- valutazione svolta durante la preparazione alla quotazione, anche a seguito di incontri preliminari con investitori selezionati;
- *pre-marketing* e individuazione dell'intervallo di prezzo;
- *bookbuilding* e *pricing*.

I. **Pitch**

- Il *pitch* è il momento in cui la società, assistita dal suo advisor finanziario, seleziona uno o più intermediari che la affiancheranno durante la quotazione. In tale fase, le banche d'affari presentano una proposta per ricevere l'incarico di *global coordinator* (che potrà coincidere con lo sponsor della quotazione), che include generalmente una valutazione preliminare della società quotanda. Tale valutazione viene generalmente presentata 4-6 mesi prima della conclusione dell'IPO e rappresenta il valore meno accurato fra tutti quelli determinati nel corso del processo di quotazione. Esso, infatti, normalmente prescinde dalla conoscenza approfondita della società, del suo piano industriale, dall'interazione con gli investitori e dai risultati della *due diligence*, che sarà effettuata dalla banca solo dopo aver ricevuto l'incarico.

1720

1721 **II. Due diligence**

- 1722 • In questa fase, la società avvia il processo di preparazione alla quotazione e la banca
1723 collocatrice contemporaneamente inizia la propria attività di *due diligence* sulla base
1724 informativa che le viene resa disponibile; alla fine di questo processo la banca sarà in
1725 grado di comprendere in dettaglio il business dell'azienda e soprattutto di svolgere
1726 un'analisi approfondita del piano industriale. Quest'ultimo documento consente di
1727 valutare le prospettive future dell'emittente sia in termini di coerenza con l'assetto
1728 strategico-organizzativo e con le tendenze del mercato di riferimento, sia in termini di
1729 sostenibilità e ragionevolezza delle principali ipotesi sottostanti.

1730 Durante questa fase, l'advisor finanziario e la banca collocatrice, anche grazie alle
1731 conoscenze acquisite durante la *due diligence*, iniziano a definire la c.d. *Equity Story*,
1732 ovvero il profilo della società emittente che verrà presentato agli investitori al fine di
1733 indurli ad aderire all'offerta delle azioni, in grado di valorizzare al meglio gli elementi
1734 di attrattività dell'investimento. Già durante questa fase viene svolta una attività c.d.
1735 *early marketing*, finalizzata ad ottenere dei riscontri da un campione ristretto di
1736 investitori sulla potenziale appetibilità dell'*Equity Story*, ma non sul valore proposto
1737 per la società.

1738 Alla fine di questa fase, la banca collocatrice generalmente presenta alla società una
1739 prima ipotesi di valutazione *pre-money* (*range* di valutazione preliminare). Con tale
1740 espressione si intende la stima del valore del capitale economico della società in ottica
1741 di quotazione, che non tiene conto dell'*IPO discount* e delle indicazioni provenienti
1742 dall'attività di *pre-marketing*.

1743

1744

1745 **III. Pre-marketing**

- 1746 • Durante questa fase viene generalmente organizzata una presentazione
1747 dell'emittente agli analisti finanziari del consorzio di collocamento (*analyst*
1748 *presentation*), finalizzata alla successiva predisposizione e pubblicazione da parte di
1749 questi ultimi delle ricerche sull'emittente, che tipicamente avviene prima dell'avvio
1750 dell'attività di *investor education*; a tale scopo, viene elaborato e distribuito agli
1751 analisti presenti all'incontro un documento che ha l'obiettivo di descrivere
1752 l'*investment case* e che contiene un'analisi dettagliata dell'azienda, del business e
1753 delle strategie di crescita, nonché una presentazione della struttura e della tempistica
1754 dell'offerta.

1755 L'*analyst presentation* è un importante momento del processo di preparazione alla
1756 quotazione, in quanto garantisce agli analisti del consorzio un'adeguata conoscenza
1757 della società quotanda, che sarà poi riflessa nelle ricerche distribuite dalle banche
1758 collocatrici agli investitori loro clienti al fine di "educarli" sull'*Equity story* prima di
1759 incontrare il management dell'emittente.

1760 Antecedentemente alla pubblicazione delle ricerche, di solito viene svolta dal *global*
1761 *coordinator* un'indagine presso gli investitori istituzionali (c.d. *pilot fishing*, allargando
1762 il campione di investitori sondato in precedenza durante l'*early marketing*), al fine di
1763 valutare la potenziale appetibilità dell'*Equity story* proposta e ottenere un primo feed-

back sul valore della quotanda. Viene organizzata anche una presentazione alla *sales force* del *global coordinator* al fine di permetterle di interagire con gli investitori interessati e di raccogliere le eventuali manifestazioni d'interesse all'acquisto delle azioni.

- La pubblicazione delle ricerche, che generalmente avviene dopo ca. 1 mese dall'*analyst presentation* e due settimane prima dell'approvazione del Prospetto, oltre ad informare la comunità degli investitori prima e durante il *roadshow*, è utile anche ad arricchire il processo valutativo con ulteriori elementi rappresentati dalle indicazioni valutative indipendenti da parte degli analisti del consorzio (talvolta le ricerche contengono anche dei *range* valutativi), utili per affinare ulteriormente il *range* di valutazione preliminare determinato in precedenza.

Al termine di questa fase, in genere inizia la vera attività di *investor education* condotta dagli analisti del consorzio di collocamento e dalla *equity sales force* del *global coordinator*, avvalendosi delle ricerche pubblicate. Durante i meeting che vengono svolti con gli investitori interessati vengono raccolte delle indicazioni approfondite in merito all'appetibilità dell'*investment case* e ai livelli di valutazioni ritenuti accettabili.

- Solo a questo punto la banca, in possesso di riscontri sul prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare, può confrontarsi con la società emittente, con gli eventuali azionisti venditori e con l'advisor finanziario e giungere alla definizione del *range* di prezzo *pre-money* indicativo e del "prezzo massimo" da riportare all'interno del Prospetto pochi giorni prima della sua approvazione. In linea generale il *range* di prezzo dovrebbe essere fissato facendo in modo che il prezzo minimo rappresenti una soglia di attrattività per gli investitori; il prezzo massimo, invece, viene fissato tenendo conto delle aspettative di valorizzazione dell'azionista di riferimento e delle soglie valutative espresse dagli investitori in sede di attività di *pre-marketing*. Il processo appena descritto usualmente porta alla definizione di *price range* caratterizzati da un divario di circa il 20-25% tra il prezzo massimo e il prezzo minimo.
- Nel Prospetto andrebbe specificato narrativamente se il *range* di prezzo ed il "prezzo massimo" sono stati definiti sulla base del processo di pre-marketing.
- Il *range* di prezzo fissato è il riferimento per la fase successiva, ovvero la raccolta degli ordini da parte degli investitori istituzionali (il cosiddetto *bookbuilding*) ed eventualmente *retail*.

IV. **Bookbuilding e Pricing**

- L'attività di *marketing* vera e propria, che nei confronti degli investitori istituzionali si concretizza in un *roadshow* nelle principali piazze finanziarie e verso il pubblico indistinto si traduce (dopo la pubblicazione del Prospetto) in una campagna

promozionale, inizia dopo la pubblicazione del Prospetto e fornisce indicazioni fondamentali ai fini della determinazione del prezzo finale.

Durante il *roadshow* (che in genere dura due settimane) il *top management* della società, insieme ai rappresentanti del *global coordinator*, svolge dei *meeting* con gruppi di investitori o con investitori singoli (*one-to-one meeting*), potenzialmente interessati a sottoscrivere l'offerta. Questa è una fase cruciale dell'intero processo: infatti, sebbene gli investitori siano già stati "educati" dagli analisti finanziari del consorzio, proprio dal confronto con il *management team* della quotanda (tipicamente costituito almeno da *Ceo e Cfo*) dipende in ultima istanza la volontà di inviare un ordine di acquisto che alimenterà il *book* istituzionale. Pertanto, la capacità del management di veicolare in modo convincente l'*Equity Story* è essenziale per il successo dell'operazione; a tal fine, durante l'intero processo di preparazione il *global coordinator* e l'*advisor* finanziario svolgono una intensa attività di training nei confronti degli esponenti della quotanda sulle migliori modalità con cui condurre questi *meeting*.

- In questa fase gli investitori istituzionali inviano delle manifestazioni d'interesse all'acquisto di un determinato quantitativo di titoli che alimentano il c.d. *book* istituzionale (sistema elettronico gestito in *real-time* da tutte le banche coinvolte nella raccolta di ordini), ad un prezzo che tiene conto non solo dei *fundamental* della società e delle informazioni presenti nelle ricerche degli analisti, ma anche di elementi *soft* quali: livelli di valutazione di società comparabili, *corporate governance*, *management team*, rischi dell'operazione e rapporti con parti correlate (descritti nel Prospetto), sistemi manageriali (SCG, *compensation*, pianificazione, struttura organizzativa), condizioni di mercato, ecc..

- Le manifestazioni d'interesse, raramente senza indicazione di prezzo, possono contenere un prezzo fisso oppure dei volumi differenti rispetto a diversi livelli di prezzo.

Il prezzo finale di offerta viene individuato dalle banche collocatrici insieme agli azionisti, agli esponenti del *management team* e al loro *advisor* finanziario, considerando sia il numero di azioni richieste registrate nel *book* e il prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare, sia analizzando la qualità della domanda degli investitori istituzionali medesimi (misurata dalle caratteristiche degli investitori in termini di politica di investimento e di gestione del portafoglio, dimensione del portafoglio, mercati e settori d'interesse, ecc.). Il prezzo finale, in linea generale, è determinato in modo da allocare effettivamente il numero di azioni agli investitori istituzionali e *retail* (secondo priorità definite dalla società e dai *global coordinator*), lasciando, allo stesso tempo, che una parte della domanda non venga soddisfatta, così da alimentare l'interesse all'acquisto e supportare l'andamento del titolo nell'*aftermarket*.

1.2. Configurazione di valore e fattori da considerare nella valutazione ai fini di ipo

- Nel presente capitolo vengono illustrate alcune peculiarità del processo di valutazione ai fini della quotazione in Borsa.

Nell'ambito delle cinque configurazioni di valore richiamate dal PIV I.6.2 la valutazione individuata ai fini della quotazione in Borsa rientra nella definizione di valore di mercato. Ad esso infatti si perviene attraverso un processo di "scoperta" del prezzo di offerta che si sviluppa nel corso del periodo in cui si svolge l'attività di *marketing* ("il periodo di commercializzazione" a cui fa riferimento il PIV I.6.3) nei confronti di potenziali investitori/acquirenti "indipendenti e motivati che operano in modo informato (sulla base della documentazione di offerta messa a disposizione), prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)".

Come già richiamato in precedenza l'attività di *marketing* può svolgersi lungo un arco temporale esteso, che può iniziare anche mesi prima dell'avvio formale del periodo di offerta. Sempre più di frequente infatti la prassi seguita dalle banche collocatrici e dagli *advisor* finanziari tende a prediligere momenti di "educazione" degli investitori svolti con congruo anticipo rispetto alla fase del c.d. *pre-marketing* o di *roadshow e bookbuilding*; ciò al fine di massimizzare la conoscenza della società che sarà successivamente oggetto di quotazione e, conseguentemente, il valore che i potenziali acquirenti saranno disposti a riconoscere al venditore e/o all'emittente. Tali momenti di educazione preliminare (nel gergo "*early look marketing*" o "*pilot fishing*"), benché normalmente non forniscono indicazioni circa il livello di valutazione che gli investitori sono pronti a riconoscere, permettono, tra l'altro, di delineare le principali metodologie valutative che gli investitori interpellati utilizzerebbero in sede di offerta.

1.2.1. La determinazione del range di prezzo indicativo e del prezzo finale d'offerta

- La determinazione del *range* di prezzo indicativo (o del prezzo fisso, come si vedrà nel successivo paragrafo), condizione essenziale per avviare il processo di offerta, è un esercizio che richiede l'analisi di tutti i riscontri forniti dagli investitori incontrati dagli analisti delle banche collocatrici in sede di *pre-marketing*. Affinché tali riscontri siano significativi essi devono provenire da un numero adeguato di investitori (per tipologia e area geografica di appartenenza) e fornire indicazioni quanto più possibile chiare sui livelli di valutazione a cui gli investitori sarebbero interessati a immettere un ordine nella successiva fase di *bookbuilding*. Tali valori possono essere espressi sia in termini assoluti e sia in termini di multipli impliciti delle principali grandezze economiche e/o patrimoniali attese per la società oggetto di quotazione; talvolta, invece, le indicazioni raccolte rappresentano uno sconto (o più raramente premio) rispetto a valutazioni espresse dal mercato per società quotate simili. Le principali difficoltà che tipicamente vengono affrontate in questa fase sono legate all'"interpretazione" dei riscontri ricevuti poiché non sempre questi sono chiari ed univoci. Al fine di limitare tali difficoltà è necessario pertanto assicurarsi che le modalità di raccolta dei riscontri siano predeterminate dalle banche collocatrici e dall'*advisor* finanziario nonché sufficientemente standardizzate al fine di preservarne per quanto possibile l'omogeneità e siano analitiche in relazione alla tipologia di informazioni.
- A mero titolo esemplificativo, considerando che il *pre-marketing* tipicamente si svolge lungo un arco temporale di circa due settimane e che ogni analista coinvolto in tale

1896	attività può incontrare circa 5-7 investitori al giorno (escludendo dal conteggio
1897	eventuali <i>conference call</i> di gruppo), normalmente una banca collocatrice riesce a
1898	contattare in questa fase circa 50-70 investitori (tale numero ovviamente tende a
1899	moltiplicarsi per il numero di banche collocatrici coinvolte). Il contenuto dei riscontri
1900	spazia dall'evidenziazione degli aspetti dell' <i>Equity Story</i> di maggiore interesse per
1901	l'investitore all'esplicitazione di perplessità o punti di debolezza; inoltre, vengono
1902	evidenziate le metodologie applicate dagli investitori e spesso anche un'indicazione
1903	preliminare della valutazione che gli stessi sarebbero disponibili a riconoscere oltre
1904	all'indicazione dell'ammontare del potenziale ordine che potrebbero immettere in
1905	sede di offerta.
1906	• La definizione del <i>range</i> di prezzo che ne consegue tende a riflettere il livello di
1907	interesse dimostrato dagli investitori contattati e costituisce l' <i>input</i> principale per la
1908	successiva fase di raccolta ordini (<i>bookbuilding</i>) nella quale gli investitori sollecitati
1909	immetteranno ordini espressi sotto forma di quantità/prezzo. Alla fine della fase di
1910	<i>bookbuilding</i> pertanto si avrà un libro ordini che verrà ordinato per quantità richieste
1911	a determinati livelli di prezzo e tipicamente mostrerà una certa sensibilità al prezzo da
1912	parte degli investitori (i.e. quantità complessiva di titoli richiesti decrescente al
1913	crescere del prezzo).
1914	• Il prezzo di offerta è quello che massimizza la domanda di mercato e nella sua
1915	individuazione si dovrà tenere conto anche della sensibilità al prezzo registrata in sede
1916	di raccolta ordini; ciò al fine di garantire un ordinato svolgimento delle negoziazioni
1917	post quotazione. A tal riguardo, particolare attenzione va prestata alla tendenza di
1918	molti investitori istituzionali ad "inflazionare" l'ammontare del proprio ordine al fine
1919	di massimizzare le probabilità di essere allocati in caso di riparto delle azioni oggetto
1920	di offerta. La pratica degli "ordini inflazionati" tende a distorcere la percezione del
1921	reale interesse per la quotanda e questo a sua volta può portare ad individuare un
1922	prezzo finale di offerta eccessivamente "ambizioso" se la componente di "inflazione"
1923	non viene in qualche modo depurata dal libro ordini.
1924	• La sensibilità della domanda al prezzo è funzione di vari fattori quali, a titolo
1925	esemplificativo:
1926	i. l'assenza di un mercato di negoziazione dei titoli precedente alla quotazione inficia
1927	il giudizio che gli investitori esprimono sulla capacità del <i>management</i> di
1928	conseguire risultati futuri in linea con quanto già dimostrato in passato;
1929	ii. il costo opportunità sostenuto dagli investitori in una logica di gestione del proprio
1930	portafoglio per accomodare i titoli oggetto di IPO nel paniere di titoli detenuti (a
1931	parità di altre condizioni, infatti, un investitore potrebbe essere nella condizione
1932	di poter comprare dei titoli in offerta solo previa cessione sul mercato di titoli già
1933	posseduti e considerati simili sotto il profilo rischio/rendimento o,
1934	alternativamente, potrebbe decidere di comprare titoli simili già quotati al
1935	posto di quelli in offerta se ritenuti più convenienti);
1936	iii. un eventuale rischio di liquidità (ancor più rilevante nel caso di operazioni di
1937	collocamento medio-piccole);
1938	iv. la volatilità dei prezzi di mercato dei titoli comparabili e più in generale degli indici
1939	di mercato azionari registratisi nel corso dell'offerta o nel periodo

1940 immediatamente ad essa precedente (un eventuale innalzamento della volatilità
1941 tende a generare un innalzamento dell'avversione al rischio degli investitori nei
1942 confronti di nuove proposte di investimento).

1943 Gli elementi di cui sopra concorrono a definire uno sconto rispetto alla valutazione che
1944 gli investitori sarebbero disposti a riconoscere alla quotanda se le sue azioni fossero
1945 già negoziate sul mercato. Tale sconto (IPO *discount*) tende ad essere riassorbito nei
1946 giorni successivi all'avvio delle negoziazioni e la sua misurazione è inevitabilmente *ex-*
1947 *post*.
1948

1949 1.2.2. I metodi di valutazione in un processo di IPO

1950 • Nel processo di valutazione che caratterizza una IPO particolare rilevanza assume per
1951 gli investitori l'applicazione di metodologie valutative basate sul raffronto tra i multipli
1952 impliciti rispetto ad alcune grandezze economiche e/o patrimoniali della quotanda
1953 (normalmente prospettiche e desunte dai rapporti di ricerca degli analisti del
1954 consorzio di banche collocatrici) e gli equivalenti multipli espressi in un dato momento
1955 dal mercato per società comparabili.

1956 • Possono esserci casi in cui l'utilizzo del c.d. *discounted cash flow methodology* ("DCF")
1957 o di una valutazione di tipo patrimoniale venga considerato dagli investitori come
1958 metodica principale di valutazione. In questi contesti normalmente l'applicazione dei
1959 multipli di mercato è utilizzata come metodologia di controllo. Per lo più questo si
1960 verifica in presenza di *business* altamente regolati e/o di flussi agevolmente prevedibili
1961 o le cui attività sono già negoziate su mercati liquidi (p. es. *holding* di partecipazioni).
1962 Anche in questo caso tuttavia è tipico degli investitori richiedere uno sconto rispetto
1963 alla risultante del metodo applicato per i motivi già menzionati in precedenza.

1964

APPENDICE 2. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE A FINI DI AUCAP CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE DA PARTE DI SOGGETTI NON QUOTATI

- Quest'appendice riguarda alcune tipiche problematiche di valutazione che si presentano quando un soggetto non quotato realizza operazioni finalizzate alla diffusione dei propri titoli nell'ambito di un pubblico selezionato o indistinto di acquirenti.
- Conseguentemente le operazioni di aumento di capitale hanno luogo nella forma che prevede l'esclusione del diritto di opzione. Non si porrebbe quindi il tema della determinazione del valore delle azioni qualora il diritto di opzione non venisse escluso o limitato.
- Nella cornice così delimitata, la dottrina è concorde nel ritenere che nel caso di operazioni di aumento del capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati, effettuate con l'esclusione del diritto di opzione, il prezzo di offerta non possa che allinearsi al cosiddetto valore intrinseco dei titoli che vengono offerti. Se questa regola viene rispettata si evita infatti che abbiano luogo trasferimenti di valore tra vecchi e nuovi azionisti.
- Nel caso, invece, degli aumenti di capitale di società non quotate i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati che prevedono il diritto di opzione, i trasferimenti di valore sarebbero evitati nella misura in cui i vecchi azionisti riuscissero a compensare la diluizione dei valori dei propri titoli cedendo i propri diritti sul mercato, e assumendo inoltre che il valore negoziato degli stessi diritti risulti molto prossimo al loro valore teorico. Evidentemente si tratta di condizioni che in genere non possono verificarsi nel caso di operazioni realizzate nel caso di soggetti non quotati e per questa ragione, nel caso di collocamenti di azioni di nuova emissione, non può che configurarsi la fattispecie dell'esclusione del diritto di opzione.
- In tutte le operazioni predette si presentano due peculiari problemi di valutazione, ed in particolare:
 - la scelta della prospettiva della valutazione, *pre o post money*;
 - la scelta della configurazione di valore più idonea in considerazione delle caratteristiche e del contesto delle operazioni realizzate.
- La dottrina e la prassi prevalenti sono concordi nel ritenere che l'esperto dovrebbe adottare la prospettiva *pre money*. In altri termini l'esperto dovrebbe realizzare una valutazione cosiddetta "*as is*" e quindi escludendo dalla propria stima il valore creato grazie all'impiego delle nuove risorse finanziarie raccolte, evitando in tal modo che i vecchi azionisti possano avvantaggiarsi in seguito ai benefici creati dagli apporti dei nuovi soci.
- Questa regola di comportamento può mostrarsi di difficile applicazione qualora i piani aziendali utilizzati ai fini della valutazione incorporino i risultati riferibili agli

- 2011 investimenti e agli interventi di ristrutturazione effettuati grazie all’apporto delle
 2012 nuove risorse finanziarie. In tal caso infatti si renderebbero necessarie rettifiche,
 2013 talvolta assai complesse, con l’obiettivo di sterilizzare i flussi di risultati attesi e i
 2014 benefici riferibili all’apporto delle nuove risorse. Giova osservare che tali interventi di
 2015 sterilizzazione risultano di dubbia credibilità in tutti quei casi in cui gli apporti di nuove
 2016 risorse sono finalizzati a pervasivi interventi di ristrutturazione industriale.
- 2017
- 2018 • Nelle situazioni che rasentano la vera patologia aziendale possono infatti verificarsi
 2019 casi in cui le valutazioni “*as is*” o *pre money* tendano a perdere di significato pratico.
 2020 Ciò dal momento che in assenza di immissione di nuove risorse il valore dell’azienda
 2021 potrebbe risultare molto basso o, al limite, negativo. Nei casi predetti tendono quindi
 2022 ad assumere maggiore significato le valutazioni *post money*, dal momento che
 2023 l’investitore può confrontare il prezzo di acquisto/sottoscrizione dei titoli con il valore
 2024 degli stessi assumendo differenti ipotesi di successo degli investimenti previsti dal
 2025 piano.
 - 2026
 - 2027 • In tema della scelta della configurazione di valore va osservato che le alternative
 2028 possibili consistono:
 - 2029
 - 2030 ○ nella configurazione di valore intrinseco o fondamentale in genere desumibile
 2031 da approcci valutativi basati sull’attualizzazione di flussi attesi;
 - 2032 ○ ovvero nella configurazione di *market value*, tipicamente desumibile
 2033 dall’applicazione delle metodologie basate sui multipli di società comparabili
 2034 quotate in borsa.
 - 2035
 - 2036 • Come noto, assumendo adeguate condizioni di efficienza del mercato, i prezzi espressi
 2037 per titoli quotati dovrebbero tendenzialmente allinearsi ai rispettivi valori intrinseci o
 2038 fondamentali.
 - 2039
 - 2040 • È peraltro noto che per molteplici ragioni tale allineamento, almeno nel breve termine
 2041 possa non verificarsi. Ciò sia a causa di fattori intrinseci aziendali sia di fenomeni che
 2042 investono l’intero mercato o segmenti rilevanti dello stesso.
 - 2043
 - 2044 • Nei casi predetti è comunque utile fornire un’informazione completa, sia in merito al
 2045 valore intrinseco che ai corrispondenti valori di *comparables* quotati, espressi
 2046 attraverso il metodo dei multipli. Infatti la comparazione tra le informazioni desumibili
 2047 adottando differenti configurazioni di valore può aiutare a comprendere le ragioni di
 2048 eventuali disallineamenti e, conseguentemente, meglio motivare la scelta della
 2049 definizione di valore adottata.