

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

1		
2		
3		
4	I. LA DISCIPLINA EUROPEA DELLE OPERAZIONI DI OFFERTA/QUOTAZIONE	4
5		
6	II. LA PRASSI DI MERCATO ITALIANA ED EUROPEA	8
7	2.1 L'esperienza italiana.....	8
8	2.2 L'esperienza europea	9
9		
10	III. ANALISI DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI NELLE IPO E NEGLI	
11	AUMENTI DI CAPITALE E OPV DI SOGGETTI NON QUOTATI.....	10
12	3.1 Il metodo basato sui multipli	10
13	3.2 I metodi indiretti (finanziari, reddituali, patrimoniali, misti)	27
14		
15	4. PROPOSTE DI STANDARDIZZAZIONE DELLE INFORMAZIONI RESE NEI	
16	PROSPETTI RELATIVI ALLE IPO E AGLI AUCAP E OPV DI SOGGETTI NON	
17	QUOTATI.....	38
18	4.1. Proposte relative al metodo dei multipli.....	38
19	4.2. Proposte relative ai metodi indiretti (assoluti) di valutazione	41
20		
21	APPENDICI	46
22	APPENDICE 1. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE IN FASE DI IPO	46
23	APPENDICE 2. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE A FINI DI AUCAP O DI OPV DA	
24	PARTE DI SOGGETTI NON QUOTATI.....	54
25		
26		

27 I. LA DISCIPLINA EUROPEA DELLE OPERAZIONI DI 28 OFFERTA/QUOTAZIONE

29

30 • In data 30 giugno 2017 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale Europea il Regolamento
31 (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al
32 prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in
33 un mercato regolamentato e che abroga la direttiva 2003/71/CE (di seguito anche il Nuovo
34 Regolamento).

35

36 • I considerando del Nuovo Regolamento più rilevanti ai fini di questo documento sono i
37 seguenti (enfasi aggiunte):

38

39 *[3] L'informativa sull'offerta pubblica di titoli o sulla loro ammissione alla*
40 *negoziazione in un mercato regolamentato è essenziale per tutelare gli investitori,*
41 *in quanto elimina le asimmetrie informative tra questi ultimi e gli emittenti (...).*

42 *[7] La finalità del regolamento è assicurare la tutela degli investitori e l'efficienza*
43 *dei mercati, rafforzando allo stesso tempo il mercato interno dei capitali. La*
44 *fornitura delle informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei*
45 *titoli, sono necessarie affinché gli investitori possano assumere decisioni di*
46 *investimento informate, assicura, assieme alle regole di condotta, la tutela degli*
47 *investitori. Inoltre, tali informazioni costituiscono uno strumento efficace per*
48 *accrescere la fiducia nei titoli e contribuire quindi al corretto funzionamento e allo*
49 *sviluppo dei mercati dei titoli. Il modo appropriato di mettere a disposizione del*
50 *pubblico tali informazioni è la pubblicazione di un prospetto.*

51 *[28] La nota di sintesi del prospetto dovrebbe essere un'utile fonte di informazioni*
52 *per gli investitori, in particolare gli investitori al dettaglio. Dovrebbe essere una*
53 *parte autonoma del prospetto e contenere le informazioni fondamentali di cui gli*
54 *investitori hanno bisogno per decidere quali offerte e ammissioni alla negoziazione*
55 *di titoli intendono esaminare ulteriormente, mediante un'analisi dell'intero*
56 *prospetto allo scopo di assumere una decisione. Tali informazioni fondamentali*
57 *dovrebbero riguardare le caratteristiche essenziali ed i rischi dell'emittente, degli*
58 *eventuali garanti e dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato*
59 *regolamentato. Dovrebbe inoltre descrivere le condizioni generali dell'offerta.*

60 *[29] Nella nota di sintesi la presentazione dei fattori di rischio dovrebbe riguardare*
61 *una selezione limitata di rischi specifici che l'emittente considera di maggiore*
62 *rilevanza per l'investitore all'atto dell'adozione di una decisione di investimento da*
63 *parte di quest'ultimo. La descrizione dei fattori di rischio nella nota di sintesi*
64 *dovrebbe essere pertinente per l'offerta specifica ed essere preparata a beneficio*
65 *esclusivo degli investitori e non dovrebbe contenere dichiarazioni generali sul*
66 *rischio di investimento né limitare la responsabilità dell'emittente, dell'offerente o*
67 *di qualsiasi soggetto che agisca per loro conto. Ove applicabile, tali fattori di rischio*
68 *dovrebbero mettere in evidenza i rischi, in particolare per gli investitori al dettaglio,*
69 *nel caso di titoli emessi da enti creditizi che sono soggetti a bail-in a norma della*
70 *direttiva 2014/59/UE".*

71 *[30] La nota di sintesi del prospetto dovrebbe essere breve, semplice e di facile*
72 *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.

114

- 115 • Con riguardo invece agli articoli del Regolamento a questi fini è sufficiente riportare
116 due articoli principali (enfasi aggiunta):
117

118 **“Articolo 16 - Fattori di rischio**

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

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

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

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

- 135 2. *I fattori di rischio comprendono anche quelli derivanti dal livello di subordinazione*
136 *di un titolo e dall'impatto sul valore o le scadenze previsti dei pagamenti ai*
137 *possessori di titoli in caso di una procedura fallimentare o di qualsiasi altra*
138 *procedura simile, fra cui, ove pertinente, l'insolvenza di un ente creditizio o la sua*
139 *risoluzione o risanamento in conformità della direttiva 2014/59/UE.*

- 140 3. *In casi di garanzia connessa ai titoli, il prospetto contiene i fattori di rischio*
141 *rilevanti e specifici del garante nella misura in cui siano pertinenti per la capacità*
142 *del garante di adempiere ai propri impegni derivanti dalla garanzia.*

- 143 4. *Al fine di incoraggiare un'informativa adeguata e mirata dei fattori di rischio,*
144 *l'ESMA elabora orientamenti per assistere le autorità competenti nel loro esame*
145 *della specificità e della rilevanza dei fattori di rischio e della relativa suddivisione*
146 *in categorie in funzione della loro natura.*

- 147 5. *Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati, conformemente*
148 *all'articolo 44, per integrare il presente regolamento specificando i criteri per la*
149 *valutazione da parte dell'emittente della specificità e della significatività dei*
150 *fattori di rischio e per la relativa suddivisione in categorie in funzione della loro*
151 *natura.”*

152
153
154
155
156
157
158
159
160
161
162

163
164
165
166
167
168
169

170
171
172
173
174

175

“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.

176 II. LA PRASSI DI MERCATO ITALIANA ED EUROPEA

177

178 2.1 L'esperienza italiana

179

180 • Fin dai primi anni 2000 e quindi al culmine delle storiche operazioni di vendita del
181 capitale delle grandi società pubbliche – le cd. “grandi privatizzazioni” – la modalità di
182 determinazione del prezzo in sede di offerta al pubblico (IPO) ha rappresentato un
183 tema di attenzione anche in ragione della sempre crescente esigenza di “tutela
184 informativa” degli investitori *retail* in titoli azionari, il cui numero in pochi anni è
185 cresciuto esponenzialmente.

186

187 • Con l'entrata in vigore della Direttiva Prospetti (Direttiva 2003/71/CE) il tema
188 dell'individuazione dei criteri e degli elementi alla base di tale determinazione,
189 connessa peraltro all'individuazione di un “prezzo massimo” vincolante nell'ambito
190 del prospetto di offerta, si tradusse in Italia nell'inclusione, nell'avviso relativo alla
191 comunicazione dell'“intervallo di prezzo”, anche dei *comparables* del quotando
192 emittente, nonché dei principali elementi utili al “paragone” tra tali società.

193

194 • Nel corso degli anni, anche in ragione di una sempre crescente attenzione al tema del
195 prezzo e conseguente alla richiesta di inserire il relativo intervallo e “prezzo massimo”
196 già nel prospetto oggetto di autorizzazione, tale informazione è stata dapprima
197 integrata negli approvandi prospetti nel capitolo relativo alla “determinazione del
198 prezzo”, nonché, in caso di criticità, oggetto di specifica avvertenza nella seconda
199 pagina di copertina e di apposito fattore di rischio (e non più di avviso separato).

200

201 • L'esperienza ha tuttavia mostrato che l'esigenza di trasparenza e di chiarimento logico
202 deduttivo nella determinazione di un valore, non fosse facilmente applicabile ad una
203 “procedura di mercato” come quella alla base della determinazione del prezzo di IPO,
204 che scaturisce dal rapporto fra domanda e offerta, non già da un processo di stima.

205 Posto che l'individuazione di un “intervallo di prezzo” è frutto – normalmente -
206 dell'attività di *pre-marketing* e di *investor education* posta in essere dalle banche
207 coinvolte nell'IPO rispetto ai potenziali investitori (istituzionali), la via più logica è stata
208 quella di dare evidenza – per quanto possibile - alle metodologie valutative utilizzabili
209 dal singolo investitore per le proprie considerazioni.

210 Tuttavia poiché le valutazioni fanno uso di informazione prospettica non disponibile
211 all'investitore, si è adottata la soluzione della pubblicazione di multipli storici riferiti a
212 società concorrenti (*competitors*) o con modello di business analogo (*comparables*), i
213 quali non sono strumenti di valutazione, ma solo rapporti che rivestono un valore
214 segnaletico.

215

216 • L'inserimento di tali informazioni, nell'ambito di un prospetto – sebbene né la
217 normativa attuale, né la normativa che entrerà in vigore ne prevedano l'obbligatorietà
218 – può rappresentare un elemento informativo utile e di primaria percezione purché,
219 proprio nell'interesse del valore informativo di tale rappresentazione, la pubblicazione
220 dei multipli dei *comparables* utilizzati sia quanto più possibile temporalmente

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

225

226 • Nella prassi di mercato, ai fini della costruzione dei multipli, rappresentano strumenti
227 di riferimento per la scelta della tipologia di moltiplicatori e delle società comparabili:

228 (i) le ricerche prodotte dagli *equity analyst* (del Consorzio di Collocamento e del
229 *Global Coordinator*) nella fase di *pre-marketing*, in caso di IPO e

230 (ii) le eventuali perizie redatte da esperti indipendenti per l'organo amministrativo
231 dell'Emittente ai fini della determinazione del prezzo di offerta, in caso di OPV o
232 aumenti di capitale di società non quotate.

233 **2.2 L'esperienza europea**

234

235 • Contrariamente alla prassi che via via si è consolidata in Italia negli ultimi due decenni,
236 nel resto d'Europa regolatori e operatori di mercato non hanno ravvisato (p. es. Regno
237 Unito) o hanno ravvisato sempre meno (Francia e Germania) l'opportunità di includere
238 nell'ambito della documentazione di offerta informazioni supplementari relative a
239 metodologie di calcolo e/o a società comparabili volti alla esplicitazione del processo
240 di determinazione dell'intervallo di prezzo e del prezzo finale di offerta. Al di fuori
241 dell'Italia, infatti, anche in paesi come Francia e Germania – dove l'inclusione di
242 multipli di società comparabili (anche prospettici nel caso della Francia) fino al 2014
243 non era raro – la determinazione è oramai per lo più ricondotta al solo risultato
244 dell'attività di raccolta ordini (pertanto all'incontro di domanda e offerta) nel contesto
245 del collocamento privato rivolto ad investitori professionali. Collocamento peraltro
246 che di norma è concomitante al collocamento al pubblico (ovvero, in assenza di
247 quest'ultimo, comunque antecedente all'avvio delle negoziazioni dei titoli della
248 quotanda).

249

250 • Anche la prassi sviluppata dagli emittenti e dagli operatori di mercato nella redazione
251 delle c.d. *International Offering Circular* nell'ambito dei collocamenti privati rivolti ai
252 soli investitori professionali non prevede l'inclusione delle suddette informazioni
253 supplementari, lasciando al singolo investitore professionale l'onere di sviluppare in
254 maniera autonoma le proprie analisi sul valore dell'emittente e formare il proprio
255 convincimento sulla proposta di investimento costituita dai titoli oggetto di offerta.
256 D'altronde ogni singolo investitore professionale ha un proprio approccio peculiare
257 alla valutazione che potrebbe anche non coincidere con quello dell'emittente o delle
258 banche collocatrici. Sarebbe pertanto praticamente impossibile (oltre che
259 probabilmente poco utile) includere tutti i possibili scenari di metodologia e selezione
260 di società comparabili che la platea di investitori a cui è rivolta l'offerta potrebbe
261 utilizzare (specialmente nei casi in cui è più difficile individuare in maniera univoca un
262 universo di società comparabili di riferimento).

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

265 **3.1 Il metodo basato sui multipli**

266

267 3.1.1. Motivazioni alla base dell'utilizzo di tale metodo di valutazione (ed i suoi limiti)
268

- 269
- 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.
- 270
271
272
273
274
275
276
277
278
279
280
281
282
283
284
285
286
287
288
289
290
291
292
293
294
295
296
297
298
299

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

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

- 309
- 310 • I multipli sono di più semplice calcolo e applicazione rispetto ai criteri di valutazione
311 assoluti: non richiedono stime di costo del capitale, né sono soggetti alle *assumptions*
312 stringenti degli altri modelli di valutazione. Tuttavia, proprio perché non sono
313 strumenti di valutazione assoluta, anche quando il prezzo delle azioni di una società
314 quotanda esprimesse multipli sostanzialmente allineati a società perfettamente
315 comparabili ciò non garantirebbe in alcun modo un allineamento del prezzo al valore
316 fondamentale della società. Ciò in quanto a seconda delle fasi di mercato i titoli
317 possono essere anche largamente sopra o sottovalutati rispetto ai loro valori
318 fondamentali (calcolabili sulla base di criteri di valutazione assoluti).
 - 319
 - 320 • Semplicità di calcolo dei multipli non significa oggettività. I multipli sono caratterizzati
321 da una elevata dose di soggettività che riguarda: la selezione dei multipli,
322 l’individuazione delle società comparabili, la modalità di costruzione dei multipli e le
323 loro modalità d’uso. Due soggetti possono giungere a risultati molto diversi in
324 relazione alle scelte compiute in ciascuna di queste fasi. E’ necessario pertanto che nel
325 prospetto siano fornite adeguate spiegazioni in merito alle scelte compiute⁴.
 - 326
 - 327 • Le IPO si caratterizzano per un livello di incertezza ed asimmetria informativa
328 maggiore di qualsiasi altro evento aziendale di natura straordinaria (fusioni,
329 acquisizioni, *management buyout*, ecc.) dove le controparti sono generalmente molto
330 più informate di quanto non lo siano gli investitori in titoli di nuova quotazione.
331 Imprese in precedenza non conosciute o comunque poco conosciute devono
332 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”.

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

339

- 340 • I multipli sono rapporti che pongono, di norma, al numeratore i prezzi di mercato ed
341 al denominatore variabili di natura fondamentale che si presume costituiscano un
342 *driver* di formazione dei prezzi⁵. I multipli sono misure di prezzi relativi. Il modo più
343 semplice per comprendere il contenuto informativo di un multiplo consiste nel
344 paragonarlo ad altre misure di prezzo relativo molto diffuse nella pratica, quale ad
345 esempio il prezzo al metro quadrato di un terreno o di un immobile. Se esistono
346 immobili simili a quello oggetto di valutazione, il prezzo al metro quadrato di immobili
347 comparabili può essere un valido strumento per valutare l'immobile di interesse.
348 Anche quando non vi sono immobili simili, il prezzo al metro quadro di altri immobili
349 che potrebbero rappresentare un'alternativa per l'investitore rappresenta comunque
350 una informazione utile di confronto.

351

- 352 • I multipli, per poter essere strumento di valutazione, dovrebbero riferirsi a società
353 *strettamente comparabili*, ovvero:

- 354
 - 355 ○ società simili sotto il profilo dei fondamentali (settore di attività, modello di
356 *business*, posizionamento competitivo, dimensione, profittabilità, rischio,
357 prospettive di crescita, fiscalità);
 - 358 ○ i cui titoli sono scambiati in mercati simili e
 - 359 ○ con caratteristiche di *governance* simili.

360 Quando non vi sono società strettamente comparabili, i multipli assumono comunque un
361 importante valore segnaletico e costituiscono un'informazione utile agli investitori per
362 poter assumere decisioni di investimento informate. Per assolvere a quest'ultima
363 funzione i multipli debbono offrire una corretta rappresentazione del "menu" di
364 alternative di investimento a disposizione dell'investitore rispetto ai titoli dell'impresa
365 quotanda (titoli di società *solo parzialmente comparabili*). Tale "menu" dovrebbe essere
366 rappresentato da titoli che rappresentano per l'investitore dei sostituti rispetto
367 all'investimento nei titoli della società quotanda, pur presentando delle differenze. Gli
368 elementi di differenza possono riguardare tanto i fondamentali delle società, quanto il
369 mercato in cui i titoli sono quotati, quanto le caratteristiche di *governance* e possono
370 risultare più o meno marcati. In termini più generali le società *solo parzialmente*
371 *comparabili* nella prospettiva dell'investitore finanziario costituiscono un'*asset class*
372 omogenea (normalmente la selezione del campione avviene sulla base di parametri
373 oggettivi, quali ad esempio il settore di appartenenza, il mercato in cui sono scambiati i
374 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
377
378
379
380
381
382
383
384
385
386
387
388
389
390
391
392
393
394
395
396
397
398
399
400
401
402
403
404
405
406
407
408
409
410
411

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

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

423

424 • L’esperienza nel nostro paese non consente di evidenziare una relazione fra lo sconto (o
425 premio) del/i multiplo/i storico/idella società quotanda rispetto alla media delle società
426 comparabili e il rendimento del titolo successivo alla quotazione.

427

428 • In letteratura è stata comunque dimostrata la rilevanza dei multipli fondati su misure
429 storiche⁹. La ragione di ciò è strettamente legata alla *value relevance* dell’informazione
430 contabile (che per sua natura è storica). In altre parole l’informazione contabile è un *driver*
431 di formazione dei prezzi e contribuisce a costruire le aspettative.

432

433 • La diversa natura dei due tipi di multipli (prospettici o storici rettificati da un lato e storici
434 dall’altro) fa sì che i multipli storici (*untheoretical*) presentino una dispersione maggiore
435 rispetto ai multipli prospettici o storici rettificati (*theoretical*)¹⁰ e quindi forniscono
436 indicazioni diverse. Nella maggior parte dei casi accade che se i multipli prospettici
437 rettificati delle società comparabili contenuti nelle ricerche degli *equity analysts* che sono
438 state emesse nella fase di *pre-marketing* prima della pubblicazione del Prospetto¹¹ sono
439 in media a premio (o a sconto) rispetto agli omologhi multipli impliciti nel prezzo o nel
440 range di prezzo della società quotanda o della società non quotata interessata
441 all’aumento di capitale, questa stessa relazione vale anche per i multipli storici (di società
442 comparabili e della società quotanda o non quotata interessata all’aumento di capitale),
443 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).

444 significativa). Vi sono tuttavia casi in cui i multipli storici forniscono indicazioni non in linea
445 con quelle espresse dai i multipli prospettici rettificati. In questi casi poiché nel prospetto
446 non sono riportati di norma né i multipli prospettici né i multipli storici rettificati sono
447 necessarie adeguate spiegazioni in forma narrativa (*cf.* paragrafo seguente).
448

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

459 Di seguito si riportano i dettagli delle sopra indicate fasi.

460

461

462 3.1.2. La selezione dei multipli

463

- 464 • La prima fase del processo descritto riguarda la selezione dei multipli. Si tratta di
465 individuare quali multipli sono appropriati in relazione alla finalità dell'indagine
466 (valutativa o solo segnaletica) ed alle caratteristiche dell'impresa quotanda o non quotata
467 interessata all'operazione. In dettaglio:
 - 468 a) per le società quotande il principale riferimento da prendere in considerazione
469 riguarda le ricerche prodotte dagli *equity analysts* del consorzio di collocamento, e in
470 particolare da quelli *dei Global Coordinator*, ai fini dello svolgimento del c.d. *pre-*
471 *marketing* delle IPO. Per la selezione e la costruzione dei multipli, l'Emittente
472 dovrebbe trarre utili indicazioni da quanto uniformemente rappresentato dai citati
473 analisti assicurando un'equilibrata selezione delle variabili di riferimento. Nel caso in
474 cui l'Emittente, nella selezione e nella costruzione dei multipli, intendesse discostarsi
475 dalle suddette indicazioni degli analisti, è necessario: (i) adottare adeguata cautela
476 nella scelta dei parametri da impiegare nell'analisi; (ii) individuare opportuni elementi
477 di supporto e motivazione della scelta operata; e (iii) fornire nel Prospetto appositi
478 *warning* per evidenziare la divergenza da dette indicazioni.
479
 - 480 b) Nelle OPV e negli aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati
481 regolamentati, ai fini della determinazione del prezzo di offerta, l'Emittente potrebbe
482 avvalersi di perizie redatte all'uopo da esperti indipendenti. In presenza di tali perizie,
483 nella selezione e nella costruzione dei multipli riportati nel prospetto, l'Emittente
484 dovrà valutare la coerenza rispetto a tali perizie, nonché evidenziare e motivare
485 eventuali divergenze, le quali, ove esistenti, dovranno essere oggetto di apposito
486 *warning* . In particolare, per tali operazioni il risultato di questa fase dovrebbe
487 consistere nel selezionare solo quei multipli per i quali si sia in grado di spiegare le
488 differenze rispetto alle società comparabili e che nel loro insieme sono in grado di
489 cogliere i principali *driver* rilevanti di natura fondamentale.
490

491
492
493
494
495

496
497
498
499
500
501
502
503
504
505
506
507
508
509
510
511
512
513
514
515
516
517
518
519
520
521
522
523
524
525
526
527
528
529
530
531
532
533
534
535
536

- 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 prospettive, 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

537 multipli reddituali quelli che risentono in maggior misura di componenti
538 straordinarie di reddito (le variabili di *bottom line* di conto economico risentono in
539 maggior misura di componenti di reddito transitorie, rispetto a variabili di *top line*:
540 quindi l'Utile netto è più esposto a componenti transitorie rispetto all'Ebit, l'Ebit
541 rispetto all'Ebitda, l'Ebitda rispetto ai Ricavi);

542 ii. della dispersione dei multipli, in quanto i multipli assumono tanto maggiore
543 contenuto informativo quanto meno sono dispersi. Minore dispersione equivale
544 ad un nesso causale più robusto fra il prezzo di mercato ed il parametro di
545 *performance* a denominatore del multiplo. In particolare, ai fini della scelta dei
546 multipli, occorrerebbe far riferimento ai multipli che presentano minore
547 dispersione;

548 iii. della volatilità dei multipli nel tempo, migliore è la qualità del multiplo minore è la
549 volatilità del multiplo stesso nel tempo. Infatti se vi è un nesso di causalità forte
550 fra numeratore e denominatore del multiplo i prezzi reagiscono alle variazioni di
551 denominatore (parametro di *performance*) e ciò concorre a contenere la volatilità
552 del multiplo. Se invece vi è un nesso debole di causalità, le variazioni di valore di
553 mercato sono indipendenti da quelle della variabile di *performance* assunta a
554 denominatore del multiplo e ciò comporta una maggiore volatilità del multiplo
555 stesso. Tipicamente i multipli fondati su quantità storiche soffrono per tutto il
556 periodo per il quale i dati storici non hanno aggiornamento della volatilità di prezzo
557 (del solo numeratore). Per questa ragione, ove il multiplo è utilizzato a fini di
558 valutazione economica, sarebbe opportuno fornire un'indicazione non solo del
559 multiplo puntuale di società comparabili ma anche un *range* dei valori assunti dal
560 multiplo considerando il prezzo minimo ed il prezzo massimo registrato dal titolo
561 della società comparabile da quando è noto il dato storico assunto a denominatore
562 del multiplo;

563 iv. del modello di *business* della specifica impresa. Nei confronti di società
564 diversificate, operanti in più settori, l'utilizzo di un unico multiplo a livello di gruppo
565 può non avere senso, in quanto gli investitori valutano il gruppo per somma delle
566 parti. In questi casi può essere utile calcolare più multipli per ciascun *business* (nel
567 caso di società non finanziarie si tratta di multipli necessariamente *asset side*).
568 Tuttavia il prospetto non dovrebbe limitarsi a riportare i multipli per ciascun
569 *business* ma dovrebbe anche fornire un'indicazione: a) degli eventuali *business* per
570 i quali non sono stati utilizzati i multipli come strumento valutativo; b) del peso che
571 ciascun *business* assume rispetto al gruppo per ciascuna variabile di natura
572 fondamentale assunta a denominatore del multiplo (Ricavi, Ebitda, Ebita-Capex,
573 Ebit, capitale investito); c) della ragione per cui si esclude il calcolo di multipli a
574 livello complessivo di gruppo; d) dell'evidenza per società comparabili diversificate
575 di sconti rispetto alla somma di parti;

576 v. della possibilità (o meno) di individuare le ragioni della dispersione fra i multipli (il
577 c.d. paradigma valutativo di mercato finanziario, ovvero il criterio sulla base del
578 quale il mercato finanziario orienta le decisioni sui prezzi delle società quotate). Il
579 fine ultimo della selezione dei multipli consiste nell'identificare quell'insieme di
580 multipli grazie ai quali si possa fornire una spiegazione della dispersione dei prezzi
581 relativi di società comparabili. Come si diceva in precedenza la dispersione dei
582 multipli EV/Ebitda può essere spiegata da una diversa intensità di capitale delle
583 società, oppure da una diversa fiscalità, oppure da un diverso profilo di rischio o

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

590

591 • È sempre opportuno effettuare una selezione ragionata dei multipli in luogo che
592 riportare un ampio spettro di multipli per due ordini di ragioni:

593 a) calcolare un ampio spettro di multipli equivale ad attribuire a tutti i multipli lo
594 stesso valore informativo, mentre i multipli meno dispersi assumono maggior
595 valore informativo;

596 b) multipli diversi riferiti ad una stessa società possono fornire indicazioni discordanti
597 fra loro (ad esempio alcuni multipli possono essere a premio ed altri a sconto
598 rispetto ai comparabili) ed è quindi necessario selezionare solo quei multipli che
599 forniscono informazioni fra loro genuinamente complementari.

600

601 • La selezione dei multipli non dovrebbe essere così restrittiva da giungere a selezionare
602 un unico multiplo. Poiché ciascun multiplo esprime la relazione fra il prezzo di mercato
603 ed un'unica variabile di natura fondamentale, l'uso di un solo multiplo finisce con
604 l'attribuire esclusivamente a quell'unica variabile la spiegazione del prezzo di mercato,
605 mentre il valore di mercato è funzione di una pluralità di *drivers* di natura
606 fondamentale che possono risultare anche in "conflitto" fra loro: redditività, rischio e
607 crescita. Ad esempio una società può caratterizzarsi per un rischio molto contenuto
608 (che a parità di redditività dovrebbe comportare un maggiore valore d'impresa) ed al
609 contempo potrebbe caratterizzarsi per prospettive di crescita molto contenute (che a
610 parità di redditività e di rischio dovrebbero comportare un minore valore d'impresa).
611 Con maggiore frequenza nei prospetti sono riportati due soli multipli. Nel caso di
612 società non finanziarie si tratta di un multiplo *asset side* (di norma EV/Ebitda) e di un
613 multiplo *equity side* (di norma P/E). Nel caso di società finanziarie i multipli sono
614 sempre *equity side* normalmente di natura reddituale (P/E) e patrimoniale (P/BV o
615 P/TBV). Nel caso di società immobiliari i multipli più diffusi sono P/NAV (*Net Asset*
616 *Value*) e P/NAV (*Normalized Net Asset Value*).

617

618 • L'insieme dei multipli selezionati dovrebbe consentire di ricavare il c.d. paradigma
619 valutativo di mercato finanziario, ovvero di comprendere come il mercato apprezzi i
620 diversi *drivers* di valore delle imprese. Normalmente questo è anche l'obiettivo
621 perseguito dagli *equity analysts* che pubblicano le proprie ricerche nella fase di *pre-*
622 *marketing* nei processi di IPO. In particolare, nella selezione e nella costruzione dei
623 multipli, l'Emittente dovrebbe considerare quanto espresso uniformemente
624 rappresentato dagli *equity analysts* del consorzio di collocamento, e in particolare da
625 quelli dei *Global Coordinator*. Nel caso in cui l'Emittente, nella selezione e nella
626 costruzione dei multipli, intendesse discostarsi dalle suddette indicazioni degli analisti,
627 è necessario: (i) adottare adeguata cautela nella scelta dei parametri da impiegare
628 nell'analisi; (ii) individuare opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta
629 operata; e (iii) fornire nel Prospetto appositi *warning* per evidenziare la divergenza da
630 dette indicazioni.

631
632
633
634
635
636
637
638
639
640
641
642
643

- 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).

644 3.1.3. La costruzione dei multipli

645
646
647
648
649
650
651
652
653
654
655
656
657
658
659
660
661
662
663
664
665
666
667
668
669
670
671
672
673
674
675
676

- 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*

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

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

695
696 In linea teorica, l'informazione storica da utilizzare dovrebbe essere tratta dall'ultima
697 relazione finanziaria annuale disponibile.

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

702

703

704 3.1.4. La selezione delle società comparabili

705

- 706 • La selezione delle società comparabili in caso di IPO dovrebbe muovere dall'analisi dei
707 *comparables* riportati nelle ricerche prodotte dagli *equity analysts* delle banche del
708 Consorzio di Collocamento. In particolare, ai fini della selezione del campione, l'Emittente
709 dovrebbe considerare quanto espresso dagli *equity analysts* del consorzio di
710 collocamento, e in particolare da quelli dei *Global Coordinator*, assicurando
711 un'equilibrata selezione delle società comparabili. Nel caso in cui l'Emittente, nella
712 selezione delle società comparabili, intendesse discostarsi dalle suddette indicazioni degli
713 analisti, è necessario: (i) adottare adeguata cautela nella scelta delle società da utilizzare;
714 (ii) individuare opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta operata; e (iii)
715 fornire nel Prospetto appositi *warning* per evidenziare la divergenza da dette indicazioni.
716
- 717 • Per le OPV e gli aumenti di capitale di società non quotate questa costituisce la fase del
718 processo in assoluto più delicata del criterio dei multipli, sia che essi siano costruiti con
719 finalità *valutativa* o semplicemente informativa. Con la identificazione di società
720 strettamente comparabili, implicitamente si sostiene che la società non quotata
721 interessata all'OPV o all'aumento di capitale si "merita" gli stessi multipli delle società
722 *comparabili*. Con la identificazione di società *solo parzialmente comparabili*,
723 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

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

772

773 • In letteratura è stato rilevato come:

774 a) l'industria da sola non sia un parametro sufficiente a garantire l'individuazione di
775 un *panel* accurato di comparabili e come l'introduzione di altre variabili possa
776 migliorare considerevolmente la comparabilità. La scelta di tali variabili richiede
777 giudizio professionale¹²;

778 b) la scelta di società comparabili costituisca la fase del processo di applicazione dei
779 multipli da cui più dipende il risultato finale e per questa ragione in sede di IPO vi
780 è un elevato rischio di comportamenti opportunistici¹³.

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

783

784 • In caso di OPV e di aumento di capitale di società non quotate, le società selezionate
785 possono essere *strettamente comparabili* (è questo il caso in cui il criterio dei multipli è
786 stato utilizzato per stabilire il *range* o il prezzo del titolo da collocare sul mercato o di
787 nuova emissione) oppure *solo parzialmente comparabili* (è questo il caso in cui il criterio
788 dei multipli è stato utilizzato solo come criterio di controllo e/o come mero strumento
789 segnaletico). A questo riguardo è necessario che nei prospetti siano riportate
790 informazioni fra loro coerenti: se si dichiara che il *range* di prezzo è stato definito sulla
791 base del criterio dei multipli, significa che le società sono *strettamente comparabili* e
792 viceversa. E' questo il presupposto logico della metodica di mercato (*market approach*)¹⁴.

793

794 • Nei prospetti la descrizione del criterio utilizzato nella selezione delle società comparabili
795 deve risultare adeguatamente dettagliata. Con riferimento alle società comparabili, oltre
796 alla descrizione del settore di appartenenza, dell'attività svolta, del paese di appartenenza
797 e del mercato di quotazione, andrebbe valutata la necessità di riportare, ove significativi,
798 dei dati di natura fondamentale che permettano di comprendere: la dimensione
799 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".

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

804

805 • L'errata o distorta selezione dei comparabili costituisce la causa più rilevante di
806 alterazione dei risultati ottenuti con i multipli. E' necessaria pertanto la massima
807 *disclosure* nel processo di selezione delle società comparabili, per evitare che l'opacità del
808 processo possa favorire comportamenti opportunistici (che consistono nel selezionare le
809 sole società con multipli elevati e scartare le società con multipli più contenuti). In
810 particolare, il Prospetto dovrebbe:

811 a) illustrare con dettaglio il razionale alla base dell'inclusione o dell'esclusione di società
812 comparabili rispetto a quelle che sarebbero state selezionate utilizzando meri criteri
813 oggettivi (ad esempio area geografica, dimensioni, ecc.);

814 b) riportare le società comparabili espresse dagli analisti delle banche del Consorzio di
815 Collocamento, traendo utili indicazioni, in particolare da quelli *dei Global Coordinator*,
816 assicurando un'equilibrata selezione delle società comparabili. Nel caso in cui
817 l'Emittente, nella selezione delle società comparabili, intendesse discostarsi dalle
818 suddette indicazioni degli analisti, è necessario: (i) adottare adeguata cautela nella
819 scelta delle società da utilizzare; (ii) individuare opportuni elementi di supporto e
820 motivazione della scelta operata; e (iii) fornire nel Prospetto appositi *warning* per
821 evidenziare la divergenza da dette indicazioni.

822 c) riportare una sintesi delle principali caratteristiche delle società comparabili con
823 riguardo ad esempio: al business e al mercato di quotazione, nonché al sistema di
824 *governance* e ai principali dati di bilancio ove detti elementi siano stati considerati ai
825 fini della comparabilità.

826

827 • L'esercizio del giudizio professionale nella selezione dei comparabili è utile, inoltre, per
828 ridurre la dispersione dei multipli delle società appartenenti ad una stessa industria.
829 Tuttavia quando la riduzione della dispersione avviene escludendo le società con multipli
830 più contenuti è necessario fornire informazione integrative.

831

832 • Nella identificazione del numero di società comparabili occorre temperare due
833 opposte esigenze:

834

835 a. da un lato, evitare di disporre di un numero di comparabili troppo ristretto per
836 non esporre il confronto ad elementi idiosincratici specifici delle poche imprese
837 comparabili selezionate;

838 b. dall'altro, fornire la massima completezza di informazione possibile. Ampliando
839 la rosa di società comparabili si può disporre di una più chiara visione del
840 paradigma valutativo di mercato finanziario.

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

852

- 853 • La selezione delle società comparabili dovrebbe anche consentire di comprendere
854 perché alcune società mostrano multipli inferiori ad altre, alla luce delle variabili
855 (fondamentali, di mercato e di *governance*) identificate come rilevanti. Bisogna evitare
856 che la comparazione escluda senza un'adeguata spiegazione le società che attraverso
857 criteri oggettivi sarebbero individuabili come comparabili e che presentano multipli
858 più contenuti rispetto a quelle individuate come comparabili.
- 859
- 860 • Se i multipli di società che potrebbero essere selezionate sulla base di criteri oggettivi,
861 ma che il giudizio professionale di comparabilità ha escluso, sono significativamente
862 diversi da quelli delle società comparabili selezionate, i prospetti dovrebbero riportare
863 i multipli di società comparabili dividendoli in due gruppi:
 - 864 ○ Comparabili di *tier 1*: società che sulla base del giudizio professionale sono
865 individuate come comparabili;
 - 866 ○ Comparabili di *tier 2*: società identificabili sulla base di criteri oggettivi (settore,
867 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*".

868
869
870
871
872
873
874
875
876
877
878
879
880
881
882
883
884
885
886
887
888
889
890
891
892
893
894
895
896
897
898
899
900

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.

901 3.1.5. Le misure di confronto

902
903
904
905
906
907
908
909
910
911
912
913

- 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

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

- 925
- 926 • Nel caso di IPO, come già detto in precedenza, andrebbe chiaramente indicato che il
927 *range* riportato nel Prospetto è frutto delle risultanze dell'attività di *pre-marketing*
928 svolto dagli analisti e dai *sales* delle banche che fanno parte del consorzio di
929 collocamento (*cf. annex "La valutazione in caso di IPO"*). Su tale *range* vengono
930 costruiti i multipli storici o storici rettificati della società quotanda. Per le società
931 comparabili, invece, andrebbe verificato se gli analisti hanno fatto uso di medie dei
932 multipli (e quali medie) o di regressioni o di analisi per quartili o altro.
 - 933
 - 934 • Le misure di confronto assumono un diverso valore segnaletico in relazione a tre
935 differenti categorie di rischio:
 - 936 ○ la volatilità dei multipli nel tempo (che può essere funzione anche della
937 volatilità dell'intero mercato);
 - 938 ○ la classe di rischio cui appartiene la specifica impresa in relazione alla storia,
939 alla modello di *business*, al settore di attività, ecc.;
 - 940 ○ la natura del collocamento (OPV, OPS, OPVS) ovvero vendita di titoli già in
941 circolazione da parte dell'azionista di controllo, di un veicolo finanziario, di un
942 *private equity investor* o emissione di nuovi titoli o una combinazione fra le
943 due.

944

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

- 951
- 952 • La presenza sempre più diffusa all'interno dello stesso settore o *business* di società
953 caratterizzate da modelli di *business* diversi non solo rende sempre più complesso
954 identificare società strettamente comparabili, ma di fatto svuota di significato il
955 riferimento alla società medio-rappresentativa di settore o di *business* (il cui valore
956 dovrebbe poter essere ricavato sulla base dei multipli medi). Se ciascuna società
957 comparabile ha caratteri propri, la media dei multipli di tali società può non avere
958 senso economico, anche quando i multipli sono utilizzati come strumento valutativo.
959 In questi casi un'analisi per quartili o attraverso regressioni (lineari o non) può
960 consentire di cogliere il razionale di mercato dietro alla dispersione dei multipli.

961
962
963
964
965
966
967
968
969
970
971
972
973
974
975
976

- 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”

977 **3.2 I metodi indiretti (finanziari, reddituali, patrimoniali, misti)**

978 3.2.1. Valore intrinseco e valore orientativo nella fase di premarketing

979
980
981
982
983
984
985
986
987
988
989
990
991
992
993
994
995
996
997
998
999

- 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.

1000
1001

- 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

1002 determinare in modo diretto e comparativo il valore di mercato – è particolarmente
1003 indicato, per la sua duttilità, per richiamare l’attenzione sui “fondamentali” della
1004 società che si candida alla quotazione o della società non quotata che procede a un
1005 aumento di capitale, quindi per cogliere compiutamente sue capacità e condizioni
1006 specifiche. L’informativa resa nell’apposito prospetto deve essere presentata,
1007 conseguentemente, in modo tale da consentire a interessati e interlocutori di formarsi
1008 un’idea non superficiale del valore economico della società e degli strumenti finanziari
1009 oggetto di emissione, idea che possa, poi, condurre a un razionale e condiviso valore
1010 (di mercato o intrinseco), attraverso il confronto negoziale in fase di pre-marketing.

- 1011
- 1012 • L’impiego di un metodo valutativo indiretto come impostazione principale o primaria
1013 per il *pricing* degli strumenti finanziari emessi in sede di IPO o AuCap trova due
1014 principali ragioni:
 - 1015 ○ nel caso di IPO, per l’assenza di società comparabili e quindi per l’impossibilità
1016 di adottare il criterio dei multipli come criterio principale;
 - 1017 ○ nel caso degli Aucap, per l’esigenza di evitare trasferimenti di ricchezza fra i
1018 soci.

1019 In entrambi i casi il presupposto per l’uso di criteri indiretti (assoluti) consiste nel
1020 riuscire a cogliere ed esprimere al meglio le determinanti del valore del singolo
1021 emittente. Per questa ragione la scelta di un simile metodo deve sempre essere
1022 accompagnata da un’analisi, il più possibile mirata e non stereotipata, dei *value drivers*
1023 dell’azienda e del suo contesto competitivo e di mercato.

- 1024
- 1025 • Nei casi in cui le imprese siano dotate di *surplus* o *redundant assets* (ovvero di attività
1026 non attinenti al business) è sempre necessario specificare la presenza di tali attività e
1027 la metodica valutativa adottata. È inoltre raccomandabile segnalare se tali attività
1028 accessorie siano destinate (o meno) a permanere nell’economia dell’impresa oggetto
1029 di IPO o AuCap anche successivamente alla positiva conclusione di quest’ultima
1030 operazione.

- 1031
- 1032 • Discorso analogo al punto precedente vale nel caso in cui figurino voci passive (come,
1033 per esempio, particolari fondi rischi e oneri) tali da richiedere una segnalazione ed,
1034 eventualmente, una valutazione apposita. Anche in tali circostanze, è raccomandabile
1035 specificare se tali voci passive siano destinate (o meno) a permanere nell’economia
1036 dell’impresa oggetto di IPO o AuCap anche successivamente alla positiva conclusione
1037 di quest’ultima operazione.

- 1038
- 1039 • È opportuno che la descrizione del criterio di valutazione indiretto (assoluto) sia
1040 preceduta da un’adeguata, ancorché sintetica, descrizione del quadro ambientale
1041 della società emittente, nonché delle caratteristiche attuali e degli orientamenti
1042 strategici e competitivi di quest’ultima.

- 1043
- 1044 • Le valutazioni per loro natura si riferiscono ad una data precisa. Poiché le condizioni
1045 di mercato e le aspettative possono subire variazioni anche rilevanti successivamente
1046 alla valutazione, è opportuno segnalare le fonti utilizzate per le previsioni delle
1047 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.

1092 di stabilizzazione del capitale investito, assunzione che esclude la crescita) ovvero
1093 condizioni correnti alle quali associare poi opzioni strategiche stimate con modalità
1094 apposite.
1095

1096 3.2.2. Impostazione asset side ovvero equity side della valutazione

- 1097
- 1098 • A prescindere dallo specifico metodo valutativo indiretto (assoluto) selezionato,
1099 occorre sempre definire la variante – *asset side* oppure *equity side* – adottata,
1100 dandone adeguata notizia e motivazione. In principio e in astratto, valutazioni
1101 condotte nelle due varianti ma sulla base di uno stesso metodo di stima e della stessa
1102 base informativa dovrebbero condurre a risultati equivalenti, se non coincidenti; nella
1103 realtà, tuttavia, ciò non si verifica, soprattutto per una serie di approssimazioni sottese
1104 all'impostazione *asset side*²².
1105
 - 1106 • Più precisamente, la variante *equity side* soprattutto dei metodi valutativi basati su
1107 flussi di risultato prospettici derivanti da un sostenibile piano industriale o *business*
1108 *plan* è idonea anche a cogliere le variazioni prevedibili nella struttura finanziaria
1109 aziendale, sino alla sua stabilizzazione. Una valutazione *equity side* è, quindi, da
1110 raccomandare in tutti i casi nei quali la struttura finanziaria aziendale presenta
1111 rilevanti specificità e deve essere governata con attenzione. Le strutture finanziarie
1112 ritenute “ottimali” (target) o “tipiche” di settore (standard), sovente desunte
1113 dall'esame di società confrontabili, possono essere, infatti, non realizzabili da una
1114 particolare impresa, la cui mobilità finanziaria sia, in concreto, limitata.
1115
 - 1116 • Le valutazioni *asset side* tendono a sottovalutare la criticità appena segnalata. Ne
1117 consegue che, nella stima del costo (medio ponderato) del capitale o WACC, dovrebbe
1118 essere adottata una struttura finanziaria di riferimento concretamente realizzabile e
1119 sostenibile nel tempo. In tale struttura, un livello di indebitamento superiore alla
1120 norma non può comportare un “alleggerimento” del costo (medio ponderato) del
1121 capitale, essendo infatti necessario che il costo dei mezzi propri tenga conto con
1122 pienezza del rischio finanziario, al di là del beneficio della deducibilità fiscale del costo
1123 del debito.
1124
 - 1125 • La pratica che tende a ricorrere a valutazioni *asset side* con contestuale adozione di
1126 una struttura finanziaria ottimale/normalizzata in luogo di quella effettiva non è,
1127 pertanto, raccomandabile. In ogni caso, in tale pratica, è assolutamente necessario
1128 che il costo (medio ponderato) del capitale o WACC includa espressamente una
1129 componente di stima (ovviamente maggiorativa) che tenga conto della predetta
1130 sostituzione della struttura finanziaria.
1131
 - 1132 • Resta inteso che la quotazione in Borsa ovvero l'emissione di nuovi titoli azionari possa
1133 modificare la struttura finanziaria futura della società. Le valutazioni *pre-money*, però,
1134 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 prospettica 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
- 1377
- 1378
- 1379
- Nel caso di IPO o AuCap intraprese da imprese bancarie o comunque finanziarie, un modello valutativo indiretto (assoluto) frequentemente adottato è il metodo dei dividendi attualizzati o dividend discount model (DDM) nella versione excess capital.

1380

1381 **4. PROPOSTE DI STANDARDIZZAZIONE DELLE INFORMAZIONI RESE**
1382 **NEI PROSPETTI RELATIVI ALLE IPO E AGLI AUCAP E OPV DI SOGGETTI**
1383 **NON QUOTATI**

1384

1385 **4.1. Proposte relative al metodo dei multipli**

1386 L'applicazione del criterio dei multipli richiede giudizio professionale e non è il risultato di un
1387 calcolo meccanico. Le IPO si caratterizzano per una elevata asimmetria informativa fra
1388 emittente (e suoi *advisor*) ed investitori, è necessario pertanto che il Prospetto riporti
1389 un'adeguata *disclosure* in merito alle scelte compiute nell'applicazione del criterio dei multipli
1390 e se si è fatto riferimento alle scelte compiute dagli analisti appartenenti al Consorzio di
1391 Collocamento e al *Global Coordinator*.

1392 In questo paragrafo sono sintetizzate le proposte di standardizzazione che sono emerse nella
1393 parte precedente, suddivise in relazione all'uso che è stato fatto dei multipli e per ciascuna
1394 delle quattro fasi che compongono il processo di applicazione del criterio dei multipli.

1395

1396 **A) Uso dei multipli**

1397 In caso di IPO:

- 1398 a) dichiarare se i multipli sono stati utilizzati dagli analisti delle banche del consorzio di
1399 collocamento e in particolare da quelli dei *Global Coordinator* come criterio di valutazione
1400 o solo come misura indicativa (o criterio di controllo/*sanity check*);
- 1401 b) ove i multipli utilizzati dall'emittente (storici) sono diversi da quelli utilizzati dagli *equity*
1402 *analyst*, e in particolare da quelli del *Consorzio di Collocamento* e del *Global Coordinator*,
1403 nella fase di *pre-marketing* (prospettici, storici rettificati):
- 1404 i. evidenziare tale circostanza richiamando la prassi adottata in generale dagli analisti;
1405 ii. indicare che i multipli storici riportati nel prospetto assolvono esclusivamente ad una
1406 funzione segnaletica;
- 1407 c) nel caso in cui (come di norma) il prospetto riporti il *range* di prezzo quale risultante
1408 dell'attività di *pre-marketing* svolta dagli analisti e dai *sales* delle banche che fanno parte
1409 del consorzio di collocamento e su tale *range* vengono costruiti i multipli della società
1410 quotanda, fornire adeguata descrizione di tale circostanza nel Prospetto.

1411

1412 In caso di aumento di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati
1413 e OPV:

- 1414 a) dichiarare quando i multipli sono stati utilizzati come criterio di valutazione o solo come
1415 misura indicativa (o criterio di controllo/*sanity check*);
- 1416 b) spiegare quali multipli sono stati utilizzati (prospettici, storici rettificati o storici).
- 1417 c) ove i multipli utilizzati dall'emittente non risultano coerenti con quelli utilizzati in
1418 eventuali perizie di terzi indipendenti utilizzate ai fini della determinazione del prezzo,
1419 evidenziare e motivare tale circostanza e richiamare quanto indicato dai periti, anche
1420 inserendo appositi warning.

1421

1422

1423 **B) Selezione dei multipli**

1424

1425 a. I criteri e i parametri di selezione devono trovare adeguata illustrazione nel Prospetto,
1426 in particolare nel capitolo 5 della Nota Informativa.

1427

1428 b. Nel caso in cui nella selezione dei multipli effettuata dall'Emittente sussistano delle
1429 divergenze rispetto a quanto uniformemente espresso dagli *equity analysts* del
1430 consorzio di collocamento, e in particolare da quelli *dei Global Coordinator*, il prospetto
1431 riporta: (i) gli opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta operata; (ii)
1432 appositi *warning* per evidenziare la divergenza da dette indicazioni degli analisti.

1433

1434 c. Nei casi in cui i multipli storici riportati nel prospetto forniscono indicazioni
1435 significativamente diverse dai multipli prospettici (in genere utilizzati dagli analisti), ad
1436 esempio è il caso in cui i multipli storici della società interessata all'IPO risultano a
1437 sconto rispetto alla media dei *peers* mentre i multipli prospettici della stessa società
1438 sono a premio rispetto ai *peers*, occorre riportare in forma narrativa l'indicazione che i
1439 multipli prospettici potrebbero fornire indicazioni diverse da quelle dei multipli storici
1440 nella comparazione relativa della società interessata all'IPO e dei *peers* e le eventuali
1441 possibili ragioni.

1442

1443 d. Esplicitare il criterio di selezione:

1444 i. Multipli a minore dispersione;

1445 ii. Multipli più usati dagli analisti che seguono le società comparabili;

1446 iii. Multipli usati dagli analisti nelle ricerche emesse nella fase di *pre-marketing*;

1447 iv. Multipli selezionati sulla base di altri criteri (da illustrare)

1448 Nel caso in cui i multipli sono utilizzati a fini valutativi, fornire anche indicazione:

1449 v. degli eventuali *business* che non sono stati valutati sulla base dei multipli;

1450 vi. della presenza di sconti rispetto alla valutazione per somma di parti di imprese
1451 diversificate nello stesso settore.

1452 e. Esplicitare le motivazioni per l'eventuale esclusione di multipli:

1453 i. *Equity side*

1454 ii. Patrimoniali

1455 iii. A livello di gruppo nel suo complesso

1456

1457 **C) Costruzione dei multipli**

1458 a. Il prospetto dovrebbe riportare le modalità con cui sono calcolati i multipli e le ragioni
1459 delle scelte compiute. In particolare, nel caso in cui nella costruzione dei multipli
1460 effettuata dall'Emittente sussistano delle divergenze rispetto a quanto uniformemente
1461 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.

1479

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

- 1506 f. Se i multipli di società i cui titoli sono scambiati in altri mercati sono significativamente
1507 diversi, occorrerebbe riportare separatamente i due gruppi di società comparabili.
1508
- 1509 g. Nella presentazione dei multipli occorre indicare quali società sono meno comparabili
1510 per lo specifico multiplo (ad esempio multiplo P/E di società con rapporti di
1511 indebitamento significativamente diversi da quelli delle altre imprese comparabili).
- 1512 h. In caso di OPV e aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati
1513 regolamentati se i multipli sono stati utilizzati come criterio di valutazione, le società
1514 dovrebbero essere strettamente comparabili, selezionate sulla base di una pluralità di
1515 elementi che devono essere esplicitati. Un elenco (non esaustivo) dei parametri da
1516 considerare è il seguente:
- 1517 i. il settore di appartenenza;
- 1518 ii. la dimensione;
- 1519 iii. la redditività;
- 1520 iv. il rischio (operativo e finanziario);
- 1521 v. le prospettive di crescita;
- 1522 vi. la fiscalità;
- 1523 vii. il mercato in cui sono scambiati i titoli;
- 1524 viii. il sistema di *governance* (controllo, flottante, ecc.);
- 1525 ix. il posizionamento competitivo.

1526 Occorre esplicitare quali di questi (o altri) elementi sono stati considerati e spiegarne
1527 il motivo.

1528 Nel caso in cui nella selezione delle società comparabili effettuata dall'Emittente
1529 sussistano delle incoerenze rispetto a quanto indicato nelle eventuali perizie di esperti
1530 indipendenti alla base della determinazione del prezzo il prospetto riporta: (i) gli
1531 opportuni elementi informativi a supporto e a motivazione della scelta; (ii) apposito
1532 appositi *warning* per evidenziare la citata divergenza.

1533 * * *

1534 Eventuali elementi di criticità in relazione a tutti i sopra citati aspetti dovranno essere oggetto
1535 di specifico fattore di rischio nell'ambito del prospetto.

1536

1537 **4.2. Proposte relative ai metodi indiretti (assoluti) di valutazione**

1538

1539 L'applicazione dei metodi indiretti (assoluti) di valutazione richiede, di regola, l'uso di
1540 informazione prospettica non disponibile agli investitori. L'asimmetria informativa
1541 rispetto al criterio dei multipli è ancora più significativa. In questo paragrafo, sono
1542 sintetizzate le proposte di standardizzazione dell'informativa da rendere nel prospetto che
1543 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 esterne/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 (g)</i>	...%	Es. riportare i diversi tassi impiegati, se più di uno	...

1646

1647

1648 APPENDICI

1649 **APPENDICE 1. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE IN FASE DI IPO**

1650 • Nel presente allegato vengono descritti gli aspetti che caratterizzano il processo di
1651 valutazione e fissazione del prezzo di una società prossima alla quotazione in Borsa.

1652
1653 • La valutazione di un'azienda nell'ambito della quotazione in Borsa è frutto di un
1654 processo continuo di analisi e verifica, che parte dalla preliminare stima del valore
1655 condotta quando ancora non sono disponibili tutti i dati e le informazioni relativi alla
1656 società (il momento del cosiddetto *pitch*) fino alla determinazione del prezzo *pre-*
1657 *money* a cui l'azione viene effettivamente venduta agli investitori.

1658 Il processo valutativo si arricchisce progressivamente di sostanza e contenuto durante
1659 le fasi preparatorie alla quotazione, quando la società mette a disposizione dati e
1660 informazioni dettagliati sull'attività e sulle prospettive future. La valutazione dovrebbe
1661 essere condotta privilegiando l'ottica industriale e la ricerca di un valore di business:
1662 per queste ragioni il piano industriale rappresenta lo strumento principale su cui si
1663 basa l'intero processo.

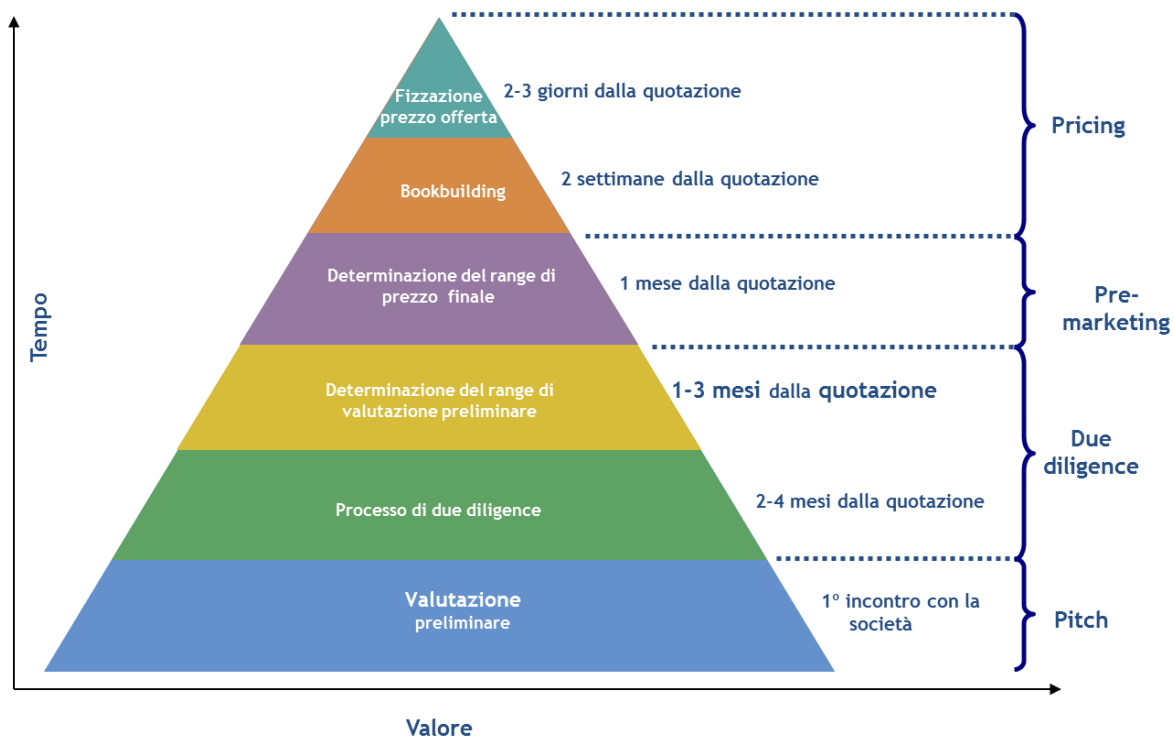
1664 Partendo da una stima preliminare del valore *pre-money*, la valutazione tiene
1665 progressivamente conto delle indicazioni fornite dagli investitori durante l'attività di
1666 *early-look marketing* e di *pre-marketing*, delle ricerche preparate dagli analisti del
1667 consorzio di collocamento, dell'andamento dei mercati borsistici, delle dimensioni
1668 dell'offerta e della potenziale liquidità del titolo. Queste ultime considerazioni portano
1669 in genere a definire un'*IPO discount*, che ha la funzione di massimizzare il livello di
1670 domanda e aumentare, per coloro che durante il collocamento hanno deciso di
1671 investire nell'azienda, la probabilità di ottenere un buon rendimento
1672 dall'investimento. In tal modo, si giunge a definire un "Intervallo di Valorizzazione
1673 Indicativa" e, pertanto, un "prezzo massimo" (spesso vincolante), pubblicati
1674 all'interno del Prospetto. Il "prezzo di offerta" è infine determinato, secondo il
1675 meccanismo dell'*open price*, dai proponenti dell'investimento (società quotanda e/o
1676 suoi azionisti), sentito il *global coordinator*, tenendo conto, tra l'altro, delle condizioni
1677 del mercato mobiliare domestico e internazionale, della quantità e della qualità delle
1678 manifestazioni di interesse ricevute dagli investitori istituzionali, della quantità della
1679 domanda ricevuta nell'ambito dell'offerta pubblica, dei risultati raggiunti dalla società
1680 e delle prospettive della medesima.

1681
1682 • Di seguito si descrivono le fasi che tipicamente caratterizzano un processo di
1683 valutazione e i principali soggetti coinvolti.

1684 1685 1.1 Le fasi del processo

1686 • Il processo di determinazione del valore di una società quotanda si articola in diverse
1687 fasi che, come indicato in precedenza, implicano approfondimenti e aggiornamenti
1688 successivi fino a pervenire, partendo da un intervallo ampio, alla determinazione del
1689 prezzo di offerta, ovvero il prezzo al quale sono collocate le azioni. Il grafico
1690 sottostante rappresenta le fasi che generalmente caratterizzano una valutazione
1691 finalizzata alla quotazione in Borsa (Figura sottostante).

1692



1694

1695

1696

1697

1698

1699

- 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:

1700

1701

1702

1703

1704

1705

1706

- 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*.

1707

1708

I. **Pitch**

1709

1710

1711

1712

1713

1714

1715

1716

1717

1718

1719

- 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-

1764 back sul valore della quotanda. Viene organizzata anche una presentazione alla *sales*
1765 *force* del *global coordinator* al fine di permetterle di interagire con gli investitori
1766 interessati e di raccogliere le eventuali manifestazioni d'interesse all'acquisto delle
1767 azioni.

1768

1769 • La pubblicazione delle ricerche, che generalmente avviene dopo ca. 1 mese
1770 dall'*analyst presentation* e due settimane prima dell'approvazione del Prospetto, oltre
1771 ad informare la comunità degli investitori prima e durante il *roadshow*, è utile anche
1772 ad arricchire il processo valutativo con ulteriori elementi rappresentati dalle
1773 indicazioni valutative indipendenti da parte degli analisti del consorzio (talvolta le
1774 ricerche contengono anche dei *range* valutativi), utili per affinare ulteriormente il
1775 *range* di valutazione preliminare determinato in precedenza.

1776 Al termine di questa fase, in genere inizia la vera attività di *investor education* condotta
1777 dagli analisti del consorzio di collocamento e dalla *equity sales force* del *global*
1778 *coordinator*, avvalendosi delle ricerche pubblicate. Durante i meeting che vengono
1779 svolti con gli investitori interessati vengono raccolte delle indicazioni approfondite in
1780 merito all'appetibilità dell'*investment case* e ai livelli di valutazioni ritenuti accettabili.

1781 • Solo a questo punto la banca, in possesso di riscontri sul prezzo che gli investitori
1782 istituzionali sono disposti a pagare, può confrontarsi con la società emittente, con gli
1783 eventuali azionisti venditori e con l'advisor finanziario e giungere alla definizione del
1784 *range* di prezzo *pre-money* indicativo e del "prezzo massimo" da riportare all'interno
1785 del Prospetto pochi giorni prima della sua approvazione. In linea generale il *range* di
1786 prezzo dovrebbe essere fissato facendo in modo che il prezzo minimo rappresenti una
1787 soglia di attrattività per gli investitori; il prezzo massimo, invece, viene fissato tenendo
1788 conto delle aspettative di valorizzazione dell'azionista di riferimento e delle soglie
1789 valutative espresse dagli investitori in sede di attività di *pre-marketing*. Il processo
1790 appena descritto usualmente porta alla definizione di *price range* caratterizzati da un
1791 divario di circa il 20-25% tra il prezzo massimo e il prezzo minimo.

1792

1793 • Nel Prospetto andrebbe specificato narrativamente se il *range* di prezzo ed il "prezzo
1794 massimo" sono stati definiti sulla base del processo di pre-marketing.

1795

1796

1797 • Il *range* di prezzo fissato è il riferimento per la fase successiva, ovvero la raccolta degli
1798 ordini da parte degli investitori istituzionali (il cosiddetto *bookbuilding*) ed
1799 eventualmente *retail*.

1800

1801

1802

1803 **IV. *Bookbuilding e Pricing***

1804 • L'attività di *marketing* vera e propria, che nei confronti degli investitori istituzionali si
1805 concretizza in un *roadshow* nelle principali piazze finanziarie e verso il pubblico
1806 indistinto si traduce (dopo la pubblicazione del Prospetto) in una campagna

1807 promozionale, inizia dopo la pubblicazione del Prospetto e fornisce indicazioni
1808 fondamentali ai fini della determinazione del prezzo finale.
1809 Durante il *roadshow* (che in genere dura due settimane) il *top management* della
1810 società, insieme ai rappresentanti del *global coordinator*, svolge dei *meeting* con
1811 gruppi di investitori o con investitori singoli (*one-to-one meeting*), potenzialmente
1812 interessati a sottoscrivere l'offerta. Questa è una fase cruciale dell'intero processo:
1813 infatti, sebbene gli investitori siano già stati "educati" dagli analisti finanziari del
1814 consorzio, proprio dal confronto con il *management team* della quotanda
1815 (tipicamente costituito almeno da *Ceo e Cfo*) dipende in ultima istanza la volontà di
1816 inviare un ordine di acquisto che alimenterà il *book* istituzionale. Pertanto, la capacità
1817 del management di veicolare in modo convincente l'*Equity Story* è essenziale per il
1818 successo dell'operazione; a tal fine, durante l'intero processo di preparazione il *global*
1819 *coordinator* e l'*advisor* finanziario svolgono una intensa attività di training nei
1820 confronti degli esponenti della quotanda sulle migliori modalità con cui condurre
1821 questi *meeting*.

1822

1823 • In questa fase gli investitori istituzionali inviano delle manifestazioni d'interesse
1824 all'acquisto di un determinato quantitativo di titoli che alimentano il c.d. *book*
1825 istituzionale (sistema elettronico gestito in *real-time* da tutte le banche coinvolte nella
1826 raccolta di ordini), ad un prezzo che tiene conto non solo dei *fundamental* della società
1827 e delle informazioni presenti nelle ricerche degli analisti, ma anche di elementi *soft*
1828 quali: livelli di valutazione di società comparabili, *corporate governance*, *management*
1829 *team*, rischi dell'operazione e rapporti con parti correlate (descritti nel Prospetto),
1830 sistemi manageriali (SCG, *compensation*, pianificazione, struttura organizzativa),
1831 condizioni di mercato, ecc..

1832 • Le manifestazioni d'interesse, raramente senza indicazione di prezzo, possono
1833 contenere un prezzo fisso oppure dei volumi differenti rispetto a diversi livelli di
1834 prezzo.

1835 Il prezzo finale di offerta viene individuato dalle banche collocatrici insieme agli
1836 azionisti, agli esponenti del *management team* e al loro *advisor* finanziario,
1837 considerando sia il numero di azioni richieste registrate nel *book* e il prezzo che gli
1838 investitori istituzionali sono disposti a pagare, sia analizzando la qualità della domanda
1839 degli investitori istituzionali medesimi (misurata dalle caratteristiche degli investitori
1840 in termini di politica di investimento e di gestione del portafoglio, dimensione del
1841 portafoglio, mercati e settori d'interesse, ecc.). Il prezzo finale, in linea generale, è
1842 determinato in modo da allocare effettivamente il numero di azioni agli investitori
1843 istituzionali e *retail* (secondo priorità definite dalla società e dai *global coordinator*),
1844 lasciando, allo stesso tempo, che una parte della domanda non venga soddisfatta, così
1845 da alimentare l'interesse all'acquisto e supportare l'andamento del titolo
1846 nell'*aftermarket*.

1847

1848

1849

1850 1.2. Configurazione di valore e fattori da considerare nella valutazione ai fini di ipo

1851 • Nel presente capitolo vengono illustrate alcune peculiarità del processo di valutazione
1852 ai fini della quotazione in Borsa.

1853 Nell'ambito delle cinque configurazioni di valore richiamate dal PIV I.6.2 la valutazione
1854 individuata ai fini della quotazione in Borsa rientra nella definizione di valore di
1855 mercato. Ad esso infatti si perviene attraverso un processo di "scoperta" del prezzo
1856 di offerta che si sviluppa nel corso del periodo in cui si svolge l'attività di *marketing* ("il
1857 periodo di commercializzazione" a cui fa riferimento il PIV I.6.3) nei confronti di
1858 potenziali investitori/acquirenti "indipendenti e motivati che operano in modo
1859 informato (sulla base della documentazione di offerta messa a disposizione),
1860 prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a
1861 vendere)".

1862 Come già richiamato in precedenza l'attività di *marketing* può svolgersi lungo un arco
1863 temporale esteso, che può iniziare anche mesi prima dell'avvio formale del periodo di
1864 offerta. Sempre più di frequente infatti la prassi seguita dalle banche collocatrici e
1865 dagli *advisor* finanziari tende a prediligere momenti di "educazione" degli investitori
1866 svolti con congruo anticipo rispetto alla fase del c.d. *pre-marketing* o di *roadshow e*
1867 *bookbuilding*; ciò al fine di massimizzare la conoscenza della società che sarà
1868 successivamente oggetto di quotazione e, conseguentemente, il valore che i potenziali
1869 acquirenti saranno disposti a riconoscere al venditore e/o all'emittente. Tali momenti
1870 di educazione preliminare (nel gergo "*early look marketing*" o "*pilot fishing*"), benchè
1871 normalmente non forniscono indicazioni circa il livello di valutazione che gli investitori
1872 sono pronti a riconoscere, permettono, tra l'altro, di delineare le principali
1873 metodologie valutative che gli investitori interpellati utilizzerebbero in sede di offerta.

1874

1875 1.2.1. La determinazione del range di prezzo indicativo e del prezzo finale d'offerta

1876 • La determinazione del *range* di prezzo indicativo (o del prezzo fisso, come si vedrà nel
1877 successivo paragrafo), condizione essenziale per avviare il processo di offerta, è un
1878 esercizio che richiede l'analisi di tutti i riscontri forniti dagli investitori incontrati dagli
1879 analisti delle banche collocatrici in sede di *pre-marketing*. Affinchè tali riscontri siano
1880 significativi essi devono provenire da un numero adeguato di investitori (per tipologia
1881 e area geografica di appartenenza) e fornire indicazioni quanto più possibile chiare sui
1882 livelli di valutazione a cui gli investitori sarebbero interessati a immettere un ordine
1883 nella successiva fase di *bookbuilding*. Tali valori possono essere espressi sia in termini
1884 assoluti e sia in termini di multipli impliciti delle principali grandezze economiche e/o
1885 patrimoniali attese per la società oggetto di quotazione; talvolta, invece, le indicazioni
1886 raccolte rappresentano uno sconto (o più raramente premio) rispetto a valutazioni
1887 espresse dal mercato per società quotate simili. Le principali difficoltà che
1888 tipicamente vengono affrontate in questa fase sono legate all'"interpretazione" dei
1889 riscontri ricevuti poiché non sempre questi sono chiari ed univoci. Al fine di limitare
1890 tali difficoltà è necessario pertanto assicurarsi che le modalità di raccolta dei riscontri
1891 siano predeterminate dalle banche collocatrici e dall'*advisor* finanziario nonchè
1892 sufficientemente standardizzate al fine di preservarne per quanto possibile
1893 l'omogeneità e siano analitiche in relazione alla tipologia di informazioni.

1894 • A mero titolo esemplificativo, considerando che il *pre-marketing* tipicamente si svolge
1895 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 *conference call* 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'*Equity Story* 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 *range* di prezzo che ne consegue tende a riflettere il livello di
1907 interesse dimostrato dagli investitori contattati e costituisce l'*input* principale per la
1908 successiva fase di raccolta ordini (*bookbuilding*) nella quale gli investitori sollecitati
1909 immetteranno ordini espressi sotto forma di quantità/prezzo. Alla fine della fase di
1910 *bookbuilding* 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 *management* 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 registratasi 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

1965 **APPENDICE 2. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE A FINI DI AUCAP CON**
1966 **ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE DA PARTE DI SOGGETTI NON QUOTATI**

1967
1968
1969
1970
1971
1972
1973
1974
1975
1976
1977
1978
1979
1980
1981
1982
1983
1984
1985
1986
1987
1988
1989
1990
1991
1992
1993
1994
1995
1996
1997
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010

- 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.

2013 In tal caso infatti si renderebbero necessarie rettifiche,
2014 talvolta assai complesse, con l'obiettivo di sterilizzare i flussi di risultati attesi e i
2015 benefici riferibili all'apporto delle nuove risorse. Giova osservare che tali interventi di
2016 sterilizzazione risultano di dubbia credibilità in tutti quei casi in cui gli apporti di nuove
2017 risorse sono finalizzati a pervasivi interventi di ristrutturazione industriale.

2018

2019 • Nelle situazioni che rasentano la vera patologia aziendale possono infatti verificarsi
2020 casi in cui le valutazioni "as is" o pre money tendano a perdere di significato pratico.

2021 Ciò dal momento che in assenza di immissione di nuove risorse il valore dell'azienda
2022 potrebbe risultare molto basso o, al limite, negativo. Nei casi predetti tendono quindi

2023 ad assumere maggiore significato le valutazioni post money, dal momento che
2024 l'investitore può confrontare il prezzo di acquisto/sottoscrizione dei titoli con il valore

2025 degli stessi assumendo differenti ipotesi di successo degli investimenti previsti dal
2026 piano.

2027

2028 • In tema della scelta della configurazione di valore va osservato che le alternative
2029 possibili consistono:

2030

2031 ○ nella configurazione di valore intrinseco o fondamentale in genere desumibile
2032 da approcci valutativi basati sull'attualizzazione di flussi attesi;

2033 ○ ovvero nella configurazione di market value, tipicamente desumibile
2034 dall'applicazione delle metodologie basate sui multipli di società comparabili
2035 quotate in borsa.

2036

2037 • Come noto, assumendo adeguate condizioni di efficienza del mercato, i prezzi espressi

2038 per titoli quotati dovrebbero tendenzialmente allinearsi ai rispettivi valori intrinseci o
2039 fondamentali.

2040

2041 • È peraltro noto che per molteplici ragioni tale allineamento, almeno nel breve termine

2042 possa non verificarsi. Ciò sia a causa di fattori intrinseci aziendali sia di fenomeni che
2043 investono l'intero mercato o segmenti rilevanti dello stesso.

2044

2045 • Nei casi predetti è comunque utile fornire un'informazione completa, sia in merito al

2046 valore intrinseco che ai corrispondenti valori di comparables quotati, espressi
2047 attraverso il metodo dei multipli. Infatti la comparazione tra le informazioni desumibili

2048 adottando differenti configurazioni di valore può aiutare a comprendere le ragioni di
2049 eventuali disallineamenti e, conseguentemente, meglio motivare la scelta della

definizione di valore adottata.