

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II**



**Dipartimento di Economia, Management e Istituzioni**

**Tesi di dottorato in SCIENZE AZIENDALI**

**XXVII CICLO**

Indirizzo in  
Comunicazione Economica d'Impresa nella Teoria e nella Prassi  
Internazionali

**GLI EFFETTI DEGLI IAS/IFRS SULL'UNDERPRICING DELLE  
IPO ITALIANE: ALCUNE EVIDENZE EMPIRICHE**

Coordinatore:  
**Chiar.mo Prof. Paolo Stampacchia**  
Tutor:  
**Chiar.mo Prof.re Roberto Maglio**

Candidata:  
**Maria Rosaria Petraglia**

**ANNO ACCADEMICO 2013-2014**

## Sommario

Introduzione.....	4
Capitolo I: Dalla valutazione d'azienda al prezzo di quotazione nelle Initial Public Offering ..	12
1. Fondamenti della valutazione delle aziende.....	12
2. Rassegna dei principali metodi di valutazione.....	16
2.1 Metodi diretti.....	20
2.2 Metodi indiretti .....	28
2.2.1 Metodi finanziari .....	33
2.2.2 Metodi Redditali .....	38
2.2.3 Metodi patrimoniali .....	42
2.2.4 Metodi misti.....	56
2.2.5 I metodi valutativi nella prassi .....	60
3. Incertezze e pregiudizi nel processo di valutazione.....	65
Capitolo II: L'impatto dell'adozione degli IAS/IFRS sulla qualità, comparabilità e significatività delle informazioni di bilancio .....	79
1. Norme di riferimento per la redazione dei bilanci.....	79
1.1 I principi contabili internazionali e i principi domestici di redazione del bilancio ...	82
1.2 Tendenze evolutive .....	87
2. Rassegna degli studi condotti con riferimento ai principi contabili internazionali.....	91
2.1 Studi sulle determinanti alla base dell'adozione dei principi contabili internazionali	91
2.2 Studi sugli effetti dell'adozione dei principi contabili internazionali.....	97
2.2.1 Asimmetria informativa.....	99
2.2.2 Value relevance.....	100
2.2.3 Costo del capitale.....	101
2.2.4 Earnings management .....	102
2.2.5 Studi in tema di fair value .....	109
Capitolo III: L'underpricing delle IPO: un'analisi degli effetti degli IAS/IFRS .....	117
1. Premessa .....	117

2. La metodologia di collocamento, la tecnica di assegnazione delle azioni e il processo di formazione del prezzo.....	121
3. Le determinanti della struttura dell'offerta.....	126
4. La richiesta di titoli in IPO: underpricing e oversubscription.....	133
5. Letteratura di riferimento in tema di underpricing.....	141
6. Adozione dei principi contabili nazionali e underpricing.....	146
7. Lo sviluppo delle ipotesi e la costruzione del modello.....	149
8. Statistiche descrittive.....	157
9. Modello di regressione logistica.....	162
10. Limiti dell'analisi e possibili sviluppi.....	164
Conclusioni.....	167
Bibliografia.....	171

## **Introduzione**

Dal 2005, la quasi totalità delle imprese quotate ha l'obbligo di redigere il bilancio secondo le regole previste dagli International Financial Reporting Standards (IFRS).

L'adozione obbligatoria dei principi contabili internazionali è stato il cambiamento contabile più significativo degli ultimi decenni.

Lo scopo dichiarato dell'applicazione dei principi contabili IFRS ai bilanci individuali è stato quello di favorire l'omogeneità (OIC, 2005).

I sostenitori dell'applicazione dei principi contabili internazionali dichiaravano che gli IFRS “consentiranno agli investitori di comparare risultati di imprese operanti in diverse giurisdizioni con più facilità e forniranno maggiori opportunità di investimento e diversificazione ” (Tweedie, 2006).

In questi anni molte ricerche si sono focalizzate sul processo di transizione agli IFRS e sugli effetti dell'adozione del nuovo set di principi sulla qualità e sulla comparabilità dei bilanci (Barth et al., 2008; Lang et al., 2010; DeFond et al., 2011), fornendo risultati spesso contraddicenti.

I principi contabili internazionali IAS/IFRS sono costituiti da un insieme di criteri contabili, di matrice anglosassone, nati al fine di promuovere l'armonizzazione delle regole per la redazione dei bilanci delle società.

Essi, in particolare, sono principi contabili direttamente orientati al mercato e agli investitori, per cui il modello contabile rappresenta lo strumento per garantire un' informativa veritiera, trasparente e corretta (*true and fair view*) dell'impresa.

Direttamente collegato all'armonizzazione è l'intento degli IAS/IFRS di aumentare la comparabilità delle informazioni contabili presentate dalle società e la competitività degli operatori.

Gli IAS/IFRS, infatti, attraverso una rappresentazione più aggiornata dei valori di bilancio, consentirebbero il raggiungimento di due obiettivi: mettere gli amministratori nella condizione ottimale per prendere le decisioni strategiche e permettere agli investitori di orientare al meglio le proprie scelte di investimento.

L'orientamento al mercato degli IAS/IFRS porta a presentare i risultati del bilancio in una visione prevalentemente prospettica, diametralmente opposta a quella tradizionalmente seguita dai principi contabili nazionali, finalizzati alla tutela dei soci e dei creditori.

L'informazione sulla situazione economica e patrimoniale effettiva dell'impresa, che si sostanzia nel principio di prevalenza della sostanza sulla forma (*substance over form*), acquista, quindi, maggiore rilevanza rispetto alla prudenza (*prudence*), che trovava la sua ragion d'essere nel criterio del costo e nella conservazione del patrimonio aziendale e che ora, invece, guida la determinazione del fair value.

Facendo richiamo alla più autorevole letteratura sul tema, secondo quanto affermato da Ball (2006), gli IFRS facilitano la comparabilità cross-border e incrementano la trasparenza, consentendo agli stakeholder di comprendere e confrontare al meglio le performance di imprese collocate in tutto il mondo. Inoltre, l'adozione degli IFRS ridurrebbe il costo delle informazioni.

Choi e Meek (2005) affermano che l'adozione dei principi contabili internazionali consente una significativa riduzione delle asimmetrie informative e del costo del capitale a seguito della maggior quantità e qualità di informazioni rese disponibili agli investitori, i quali sono, così, in grado prendere decisioni di investimento più efficienti.

Ulteriori benefici derivano agli investitori dalla possibilità di valutare le imprese in maniera più consapevole, riducendo il rischio di selezione avversa per gli investitori meno informati.

Tutti i suddetti benefici si fondano sul presupposto che l'adozione degli IFRS fornisca informazioni di qualità superiore rispetto a quelle fornite dai bilanci redatti secondo i principi contabili domestici.

Il presente lavoro, partendo dai più autorevoli studi condotti sul tema, ha lo scopo di verificare, con riferimento al caso delle IPO, la più volte affermata maggiore

qualità e comparabilità dei bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali<sup>1</sup>.

In particolare, utilizzando un campione composto da tutte le imprese quotate sul mercato finanziario italiano dal 2000 al 2013, l'ipotesi testata nel presente studio è che l'adozione degli IFRS influenzi l'underpricing delle IPO. Ciò attraverso due *proxy*: qualità e comparabilità dei bilanci.

Come è noto, con il termine Initial Public Offering si intende l'offerta a sottoscrivere e/o vendere i titoli di un'impresa che per la prima volta accede alle negoziazioni del mercato finanziario.

Momento critico nel processo di quotazione è la determinazione del prezzo di offerta delle azioni e di particolare interesse è la relazione tra quest'ultimo e il valore economico delle azioni.

Studi condotti in tutto il mondo e riguardanti il processo di quotazione riscontrano un'anomalia ricorrente: un fenomeno comunemente chiamato underpricing.

Secondo la definizione più qualificata di underpricing, esso è la differenza positiva tra il prezzo di chiusura del primo giorno di quotazione di un'azione e il suo prezzo d'offerta fissato in sede di collocamento dall'underwriter.

La letteratura economica ha cercato di trovare una giustificazione per tale fenomeno, costruendo modelli che spieghino perché un'azienda decide di

---

<sup>1</sup> "Investors expected net benefits to IFRS adoption in Europe associated with increases in information quality, decreases in information asymmetry, more rigorous enforcement of the standards, and convergence", (Armstrong et al., 2010).

presentarsi al mercato “vendendosi” a un prezzo inferiore al proprio valore economico. È stato, inoltre, verificato se tale anomalia è riscontrabile per operazioni di IPO realizzate in diversi paesi.

La maggior parte degli studiosi ha ricondotto l’underpricing alle asimmetrie informative tra i soggetti coinvolti nel processo di quotazione (Rock, 1986; Beatty e Ritter, 1986; Allen e Faulhaber, 1989).

Rock (1986), Beatty e Ritter (1986) ascrivono l’underpricing alle asimmetrie informative tra investitori informati e investitori non informati. I primi sono coloro che hanno investito risorse per ottenere informazioni riguardanti il valore dell’impresa quotanda. Gli investitori non informati, invece, si trovano in una situazione di svantaggio informativo.

Secondo tale teoria, il prezzo d’offerta deve essere abbastanza basso da lasciare “soldi sul tavolo”, ovvero deve essere conveniente al punto da attrarre gli investitori non informati, affinché questi ultimi partecipino al mercato, e da compensare gli investitori informati del costo delle informazioni.

Allen e Faulhaber (1989), assumendo che le imprese abbiano maggiori informazioni riguardanti la qualità dei propri progetti di investimento, affermano che le imprese con le migliori prospettive economiche segnalano la propria qualità attraverso un prezzo d’offerta basso e un elevato numero di azioni trattenute.

Pochi studi, tra quelli che hanno provato a trovare una spiegazione all'underpricing, si sono focalizzati sugli effetti delle modalità di rappresentazione delle informazioni contabili, contenute nei Prospetti redatti in occasione della quotazione, sulla valutazione delle azioni da collocare.

Lo scopo del presente lavoro è, dunque, analizzare le conseguenze che l'adozione degli IFRS potrebbe aver avuto sulla valutazione delle imprese che hanno deciso di quotarsi sul mercato finanziario italiano.

Coerentemente a quanto affermato in precedenza, i principi contabili internazionali dovrebbero fornire un'informazione contabile di qualità superiore rispetto a quella fornita dai bilanci redatti secondo i principi contabili domestici. Una maggiore qualità delle informazioni, riducendo le asimmetrie informative, dovrebbe condurre a un underpricing inferiore.

In secondo luogo, l'adozione degli IFRS dovrebbe ridurre l'underpricing delle IPO, grazie ad un aumento della comparabilità; quest'ultima definita come “the quality of information that enables users to identify similarities and differences between two sets of economic phenomena” (FASB, 2008).

Un incremento della comparabilità consente di individuare similarità e differenze tra imprese appartenenti a uno stesso settore, riducendo le asimmetrie informative e facilitando la valutazione comparata di diverse scelte di investimento.

L'interesse di tale analisi risiede nella circostanza che, poiché le imprese si affacciano per la prima volta sul mercato finanziario, le uniche informazioni disponibili agli investitori sono quelle contenute nel prospetto.

Ciò rende, dunque, possibile analizzare gli effetti che l'adozione di un set di standards contabili, piuttosto che un altro, può avere sulla stima del valore dell'impresa quotanda.

Il presente studio integra la letteratura che analizza le conseguenze economiche dell'adozione dei principi contabili internazionali; quest'ultima concentrata principalmente sulle conseguenze della transizione agli IFRS su elementi quali la capacità di previsione degli analisti o la maggior presenza di investitori esteri (e.g. Byard et al., 2011; DeFond et al., 2011).

Tali studi, però, nulla hanno detto riguardo agli effetti che informazioni contabili IFRS *compliant* generano sul processo di emissione del capitale proprio. Unica eccezione è lo studio di Wang e Welker (2011) che indaga il timing delle emissioni di nuovo capitale durante il periodo di transizione agli IFRS.

Il presente lavoro, inoltre, estende la letteratura esistente sull'undepricing documentando l'effetto su quest'ultimo di modifiche nella rappresentazione contabile delle informazioni contenute nei Prospetti.

Coerentemente con la spiegazione dell'undepricing collegata alle asimmetrie informative, studi precedenti individuano underpricing inferiore nei casi di

maggior qualità delle informazioni fornite (Leone et al., 2007; Boulton et al., 2011)

## **Capitolo I: Dalla valutazione d'azienda al prezzo di quotazione nelle Initial Public Offering**

### **1. Fondamenti della valutazione delle aziende**

Il valore dell'azienda rappresenta una grandezza quantificabile solo per approssimazione, in quanto dotata di inevitabili elementi di soggettività collegati all'esperienza e all'intuito del soggetto valutatore.

La configurazione di valore che verrà presa in considerazione ai fini del presente lavoro è il capitale economico; quest'ultima ancor più dotata, rispetto ad altre grandezze quali il capitale di funzionamento e il capitale di liquidazione, di elementi di incertezza e complessità<sup>2</sup>.

Sin dai primi contributi, gli studiosi hanno affermato che per la valutazione delle aziende non è possibile individuare un metodo universalmente ottimale ma qualsiasi strumento valutativo, anche il più raffinato, nella pratica, evidenzia i suoi limiti<sup>3</sup>.

Nonostante tale doverosa premessa, la dottrina ha elaborato diverse metodologie di riferimento, ciascuna sottostante una precisa impostazione teorica. Tali metodologie partono dal presupposto che il valore economico che un'azienda è in

---

<sup>2</sup> Al riguardo si vedano: Ardemani, E. (1958), *L'avviamento dell'impresa*, Dott. Carlo Marzorati; Ferrero, G. (1966), *La valutazione economica del capitale d'impresa* (Vol. 1) A. Giuffrè; Guatri L. (1990), *Le Valutazioni d'Azienda: teoria e pratica a confronto*, Egea.

<sup>3</sup> Viganò, E. (1967), *La Natura del valore economico, del capitale di impresa e le sue applicazioni*, Giannini; Viganò, R. (2001), *Il valore dell'azienda: analisi storica e obiettivi di determinazione*, Cedam.

grado di esprimere è collegato alle risorse di cui essa dispone, nonché alle risorse che l'azienda è in grado di generare con lo svolgimento dell'attività produttiva. Il primo fattore indica che la struttura del capitale influisce, sia pure indirettamente, alla produzione dei risultati futuri. Il secondo elemento si riferisce alla circostanza che l'azienda deve essere vista come entità economica destinata a generare flussi (di reddito e di cassa) che remunerano il capitale apportato.

In relazione ai limiti propri di ciascuna metodologia e alle diverse esigenze valutative, la prassi ha elaborato diversi modelli di valutazione correlati alle caratteristiche estrinseche ed intrinseche che circondano l'oggetto di valutazione.

La scelta dell'approccio valutativo è, quindi, di estrema importanza e deve essere attentamente ponderata in relazione al contesto economico e finanziario di riferimento, alle caratteristiche strutturali dell'azienda e alle finalità valutative. Alla luce di tale necessità, nell'ambito della valutazione d'azienda ricercatori e studiosi si sono dedicati allo studio di nuovi paradigmi valutativi. Tra i nuovi approcci, Luigi Guatri ha proposto il cosiddetto Giudizio Integrato di Valutazione (GIV) costituito non più dalla pura e semplice applicazione di formule ma, da un processo valutativo più complesso finalizzato all'ottenimento di risultati più affidabili, credibili e meglio dimostrabili. Il nuovo approccio valutativo proposto da Guatri è retto da tre pilastri:

1. La base informativa: svolge due funzioni, una indiretta, che è di ausilio rispetto agli altri due pilastri e una diretta che influisce direttamente sul GIV. Nel primo caso, essa consente di prevedere in modo più completo ed efficiente le grandezze da utilizzare per le formule (i flussi attesi, il tasso di capitalizzazione, etc.), e di scegliere in maniera più razionale, cercando di rispettare il requisito dell'omogeneità tra imprese, le società comparabili da considerare per il calcolo dei multipli. Nella sua funzione diretta invece, essa ha la finalità di completare il GIV, cercando di colmare le carenze informative determinate dalle formule e dai multipli, considerando tutta una serie di aspetti ritenuti fondamentali per stimare il valore di un'azienda che non vengono colti dagli altri due pilastri<sup>4</sup>.
2. Le formule che consentono di stimare il capitale economico sulla base di vari principi, metodi e criteri.
3. I multipli per effettuare una verifica sulla valutazione.

La raccolta dei dati e delle informazioni costituisce un primo aspetto operativo cruciale del processo di valutazione: dalla qualità e dalla quantità delle informazioni raccolte dipende gran parte dell'attendibilità dei risultati raggiunti. È certamente una delle fasi più importanti del processo di valutazione. Tanto più le informazioni saranno complete, tanto più la valutazione sarà affidabile e

---

<sup>4</sup> Per approfondimenti sul contenuto della base informativa si veda Guatri L., (2000), *Il giudizio integrato di valutazione dalle formule al processo valutativo*.

credibile. Affrontare la fase di reperimento delle informazioni in maniera corretta contribuisce a ridurre l'incertezza.

Le informazioni raccolte devono possedere i requisiti di affidabilità, completezza e aggiornamento. Successivamente alla raccolta devono essere scrupolosamente vagliate dal valutatore che nel caso, scarterà quelle inutili o insignificanti.

Le informazioni da raccogliere possono racchiudersi in tre categorie:

- Informazioni interne che riguardano la storia dell'azienda, le sue competenze, le sue abilità, le sue risorse, i dati principali, le sedi, l'assetto giuridico, la gamma di prodotti e/o servizi offerti. Tutti i dati raccolti sulla storia dell'azienda, sulle sue risorse e sui suoi obiettivi forniscono al valutatore un quadro di riferimento al quale rapportare tutte le informazioni di cui verrà a conoscenza, che costituiscono, inoltre, la base per prevedere i risultati economici futuri<sup>5</sup>.
- Informazioni contabili rappresentate in maniera preponderante dal bilancio d'esercizio. Per utilizzare efficacemente le informazioni contabili, ai fini di una affidabile valutazione dell'azienda, occorre in via preliminare procedere a una riclassificazione del bilancio e determinare gli indici di redditività, solidità e solvibilità più significativi. Questi ultimi assumono significatività soltanto se confrontati nel tempo e nello spazio.

---

<sup>5</sup> Balducci D, (2006), *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG Srl.

- Informazioni esterne relative al mercato di riferimento, al settore di appartenenza, alla concorrenza, alla clientela, ai fornitori e ai competitors. Consiste in una ricerca sull'ambiente in cui l'impresa opera partendo dal macro-ambiente per passare al micro-settore di interesse.

## **2. Rassegna dei principali metodi di valutazione**

I momenti che richiedono una stima del valore economico del capitale sono molteplici ma riconducibili a due tipologie di problemi<sup>6</sup>.

La prima riguarda l'insieme di operazioni che va sotto il nome di operazioni straordinarie; la seconda attiene invece alla valutazione delle strategie. Alla prima area di problemi appartengono tipicamente le operazioni di scambio, quali cessioni, fusioni, scorpori, e quelle che compongono interventi sul capitale, quali emissioni di azioni con sovrapprezzo, emissioni di obbligazioni convertibili ecc.

La seconda tipologia riguarda, invece, il problema connesso alla scelta fra alternative strategiche, quali, ad esempio, la decisione di sviluppare un certo business contrapposta a quella di sfruttarlo per trarne a breve la maggior liquidità possibile. Va ricordato che, mentre nel primo caso (operazioni straordinarie) si riconosce la necessità di effettuare una valutazione del capitale economico per orientare il processo decisionale sottostante, il secondo caso (valutazione delle

---

<sup>6</sup> Zanda, G., Lacchini, M., Onesti, T., (2013), *La valutazione delle aziende* (Vol. 9), G Giappichelli Editore.

strategie) non è comunemente annoverato tra quelli che richiedono una valutazione economica del capitale.

Invece, pare che sia proprio questo secondo ad identificare il caso più generale di cui il primo non è altro che una sottospecie. In altre parole, una stima del capitale economico è auspicabile ogni qualvolta si deve scegliere fra più alternative in grado di modificare significativamente l'assetto strategico dell'azienda, a prescindere dal fatto che queste comportino operazioni di scambio o iniziative sul capitale, le quali possono ben essere viste come particolari configurazioni di un dato disegno strategico. Nonostante questa uniformità sostanziale, il tema della valutazione del capitale economico finalizzata a operazioni di finanza straordinaria si è sviluppato prima e in maniera autonoma rispetto a quella della valutazione economica delle strategie, i cui sviluppi sono molto più recenti.

Le ipotesi e le occasioni in cui si rende necessaria una valutazione dell'azienda sono aumentati nel tempo, al pari dell'interesse che ruota intorno al processo di misurazione del valore.

Tre sono le motivazioni che spingono la dottrina a sostenere l'importanza del tema della valutazione d'azienda:

1. La valutazione del capitale economico rappresenta la sintesi di tutti gli aspetti e di tutte le problematiche che riguardano l'impresa in quanto per

valutare l'azienda sono necessarie informazioni e analisi che ineriscono tutti gli aspetti peculiare della vita aziendale;

2. Obiettivo principale dei managers è quello di incrementare l'investimento azionario; con la valutazione d'azienda si va a determinare il valore oggetto di massimizzazione;
3. Il reddito di periodo come espresso nelle sue varie configurazioni è poco adatto a esprimere una reale e soddisfacente misura dei risultati conseguiti.

Le valutazioni di aziende, o parti di esse, possono essere effettuate per scopi diversi: in alcuni casi è la legge stessa a porre l'obbligo della valutazione (come nel caso di conferimenti di beni in natura nelle società per azioni), mentre in altri casi la valutazione è volontaria.

Momenti in cui la valutazione si rende necessaria sono certamente le operazioni straordinarie. Esse sono da collocare tra le opzioni strategiche di cui ogni azienda dispone e tra le quali si trova a scegliere per il raggiungimento dei propri obiettivi<sup>7</sup>.

Con il termine operazioni straordinarie, si vuole indicare un insieme eterogeneo di attività negoziali, dirette a modificare il modello organizzativo e il tipo di struttura organizzativa adottato in precedenza per lo svolgimento dell'attività d'impresa. Sono dette straordinarie poiché tali operazioni, vanno a modificare la

---

<sup>7</sup> Potito L., (2014), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino.

struttura organizzativa originaria in occasione di eventi di una certa rilevanza per la vita della società. Le operazioni straordinarie possono rappresentare un momento fisiologico nella vita di un'impresa. Spesso per affrontare difficoltà legate alla gestione imprenditoriale (o di corporate governance), gli amministratori si trovano nella necessità di porre in essere dei mutamenti della forma societaria o di liberarsi di alcuni assets ritenuti non più rilevanti, per concentrare invece le risorse dell'impresa sulle attività c.d. core.

I metodi di stima del capitale economico vengono solitamente distinti in due categorie principali:

- Metodi di valutazione diretti: metodi che, ai fini della stima del valore economico fanno prevalentemente riferimento a grandezze fondate su prezzi direttamente desunti dal mercato per quote di capitale dell'azienda oggetto di valutazione o aziende similari.
- Metodi di valutazione indiretti: metodi che fanno riferimento, ai fini della determinazione del valore del capitale economico, a grandezze flusso (metodi reddituali e finanziari), a grandezze stock (metodi patrimoniali semplici) e/o a grandezze flusso-stock (metodi misti).

La scelta del metodo da utilizzare è ovviamente influenzata da una serie di fattori quali, ad esempio, il tipo di operazione economica per la quale la valutazione è richiesta (cessione, fusione, determinazione del sovrapprezzo in caso di aumento

del capitale, ecc.), il settore economico in cui l'azienda opera, l'attività specifica da essa svolta, l'identità del soggetto nel cui interesse la valutazione viene eseguita e, ancora, lo status dell'azienda<sup>8</sup> (normale funzionamento, liquidazione, ecc.).

## 2.1 Metodi diretti

I metodi diretti fanno riferimento, ai fini della determinazione del capitale economico, a valori formati nell'ambito di due differenti contesti di mercato:

- Il mercato di borsa, per le società quotate: si parla in questo caso di multipli di borsa;
- Il mercato del controllo per le aziende non quotate: ci si riferisce in questo caso a transazioni aventi a oggetto imprese comparabili.

È possibile, inoltre, distinguere tra metodi diretti in senso stretto e metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici<sup>9</sup>.

Con i metodi diretti in senso stretto si giunge a determinare il valore del capitale economico sulla base dei prezzi espressi dal mercato per la stessa azienda (se quotata) oppure dei prezzi trattati per aziende simili a quella oggetto di valutazione.

---

<sup>8</sup> Jovenitti P, (1991), *Il valore dell'impresa*, Lint, Trieste.

<sup>9</sup> Per approfondimenti: Guatri, L., Bini, M. (2002), *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, EGEA. Sul tema dei multipli si veda anche: Barontini, R. (1999), "Valori di mercato, indicatori di borsa e metodi indiretti di valutazione del capitale d'impresa.", in AA.VV., *Manuale di Finanza Aziendale*; Cotta Ramusino, E., Rinaldi L. (2003), *La valutazione d'azienda*, Il sole 24.

Nel primo caso (azienda quotata) il capitale economico viene calcolato semplicemente utilizzando il seguente algoritmo:

$$W = \sum_{i=1}^n P_i * m_i$$

Dove:

W = valore del capitale economico

$P_i$  = prezzo di mercato di un'azione della tipologia "i" (ordinaria, privilegiata...);

$m_{i=il}$  numero di azioni della tipologia "i"

Nel caso di azienda non quotata, il valore del capitale economico è calcolato quale media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di imprese assimilabili per caratteristiche qualitative e quantitative al complesso oggetto di valutazione; in formula:

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W_i^S * p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}$$

Dove:

W = valore del capitale economico

$W_i^S$  = valori economici delle aziende facenti parte del campione calcolati sulla base dei “prezzi fatti” in transazioni aventi a oggetto imprese simili a quella valutanda

$p_i$  = pesi attribuiti a ciascuna valutazione.

I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici si basano sullo sviluppo di alcuni rapporti (multipli) tra i valori di capitale formati sul mercato di borsa o sul c.d. mercato di controllo (per le società non quotate) e alcune variabili economiche delle medesime imprese (fatturato, risultato operativo, margine operativo lordo...); applicando detti multipli alle medesime variabili economiche della società oggetto di valutazione si giunge, per moltiplicazione, alla determinazione del probabile valore del capitale economico della stessa.

Nell'applicazione di tale metodo non bisogna trascurare che il grado di comparabilità tra le aziende facenti parti del campione selezionato non sempre è soddisfacente ed è comunque limitato, sia per ragioni attinenti il tipo di attività svolta, sia per le dimensioni e il conseguente profilo di rischio, sia infine per i diversi livelli di indebitamento.

I metodi diretti basati sui moltiplicatori empirici vengono correntemente distinti in:

- a) Metodi basati sull'equity approach to valuation: ai fini della valutazione vengono utilizzati multipli che conducono direttamente alla stima del valore economico del capitale netto.

La formula di valutazione del capitale economico nel caso di equity approach è la seguente:

$$W_r = \left(\frac{P}{K}\right)_s \times k_r$$

Dove:

$W_r$  = valore del capitale economico dell'impresa da valutare

$k_r$  = grandezza espressiva del valore dell'impresa da valutare

$(P/k)_s$  = moltiplicatore di mercato di un campione di imprese comparabili per caratteristiche qualitative e quantitative a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese (P) con la medesima grandezza impiegata nel moltiplicatore dell'impresa valutanda (k).

- a) Metodi basati sull'entity approach to valuation: vengono utilizzati multipli che conducono alla stima dell'Enterprise Value (valore di mercato del capitale operativo) e pertanto alla determinazione del valore economico del capitale netto quale differenza tra l'Enterprise Value e il valore di mercato dei debiti finanziari.

La formula di valutazione del capitale economico nel caso di entity approach è la seguente:

$$W_r = \left(\frac{P + D}{k}\right)_s \times k_t \times D_t$$

Dove ai simboli noti si aggiungono:

$D_r$  = valore di mercato dei debiti finanziari dell'azienda target

$D_s$  = valore di mercato dei debiti del campione di imprese assunte per la valutazione.

I metodi diretti non rispettano in maniera soddisfacente i requisiti richiesti per considerare un metodo di valutazione affidabile e cioè riscontrabile sotto il profilo:

- Della razionalità: le negoziazioni svolte sul mercato, avendo di norma a oggetto un numero limitato di titoli, non esprimono il valore della partecipazione di controllo dell'azienda, bensì il valore di una partecipazione minoritaria del capitale sociale.

Oltremodo, i corsi di borsa variano nel tempo e le ragioni di tali oscillazioni non sono sempre percepibili in quanto causate da fattori occasionali e contingenti che influenzano il mercato. Ne deriva la carenza

di relazione diretta tra andamento del valore delle azioni e capitale economico dell'azienda;

- della generalità: il valore che viene effettivamente negoziato sul mercato è un valore che tiene conto delle condizioni soggettive di negoziazione, in contrasto dunque con quanto stabilito da tale requisiti;
- dell'obiettività: i metodi diretti pongono taluni problemi quali la scelta del prezzo da considerare laddove l'impresa fosse quotata su più mercati, l'arco temporale a cui riferire la valutazione, l'individuazione del metodo con cui sintetizzare i prezzi riferiti a periodi diversi.

Ecco perché, considerando tali carenze, i metodi diretti mantengono una validità di controllo e verifica dei risultati ottenuti applicando metodologie di valutazione indirette.

Il ricorso ad uno strumento di valutazione come i multipli è sorto per via dello sviluppo delle operazioni di cessione-acquisizione, del private equity, della borsa e del vantaggio informativo che viene comunemente riconosciuto agli operatori di borsa, del peso crescente assunto da parte degli intangibili nelle stime del valore economico. Il fatto che questo strumento, anche per motivi di comodità venga usato da numerosi operatori, non può permettere di considerarlo sostitutivo ad altri più consolidati, ciò senza escludere, invece, l'uso dei multipli stessi all'interno delle valutazioni di azienda. L'uso dei multipli si rivelerebbe efficace

qualora sia possibile osservare l'esistenza di un nesso effettivo tra le grandezze rappresentate dai multipli stessi e le grandezze utilizzate come riferimento per la determinazione del prezzo dell'azienda, se tale nesso sussiste, è stabile nel tempo e rappresentabile il multiplo scelto è uno strumento che può essere utilizzato come appoggio alla valutazione del capitale economico non necessariamente relegandolo al solo ruolo di strumenti di verifica. L'utilizzo di uno strumento così particolare deve tenere conto di due elementi di attenzione: la necessità di effettuare una scelta corretta e approfondita delle società di cui tenere conto come riferimento per la determinazione del valore dei multipli; la necessità di scegliere moltiplicatori coerenti non solo per il modello di stima che viene effettuato, equity side o asset side, ma anche in relazione alla capacità espressiva del rapporto preso in considerazione rispetto alla realtà dell'azienda osservata. Talvolta i multipli presi in considerazione dimostrano di non essere perfettamente adeguati alla situazione esaminata, in questi casi, diventa necessario intervenire attraverso interventi tesi a migliorare la comparabilità dei multipli scelti e normalizzare le fluttuazioni di breve periodo per tenere conto delle fluttuazioni cicliche. Questa necessità si presenta ogni qual volta: l'impresa valutata sia caratterizzata da parametri fondamentali fuori linea rispetto al campione, non sia dimensionalmente confrontabile, sia disallineata per quello che concerne i profili rilevanti, sia caratterizzata da un modello di business diverso.

Mentre i prezzi sono determinati dai mercati i valori sono grandezze stimate determinate a seguito di un procedimento complesso. Il valore deve essere interpretato come il frutto di una serie di variabili esterne come la situazione macroeconomica e di settore ed interne all'azienda come i flussi economici futuri attesi, i rischi specifici dell'azienda stimata e i valori di stock rappresentativi del patrimonio aziendale stesso. Il prezzo, invece, verrà derivato dal valore economico di partenza dell'azienda in base ad altre variabili che ne influenzano la percezione come la fluidità dei capitali aziendali e dei mercati, la capacità di comunicare il valore creato. Più in generale possiamo affermare che per l'azienda la capacità di massimizzare il valore creato deve essere un obiettivo cardine al pari della capacità di trasmetterlo sui mercati finanziari (diffusione del valore).

Un metodo diretto alternativo a quello rappresentato dai quozienti derivati dai prezzi di borse ed utilizzato qualora questi non siano disponibili è rappresentato dai multipli di transazioni comparabili<sup>10</sup>. A differenza delle quotazioni di borsa sono influenzati da altre dimensioni della valutazione quali: il perimetro della transazione, la tipologia di regolamento del pagamento: per carta o per cassa, la valutazione delle sinergie riguardanti le aziende considerate, lo status dell'impresa oggetto dell'operazione...

---

<sup>10</sup> Tali multipli vengono definiti "deal multiples".

Il fatto che questi strumenti di fatto si esprimano come indicatori di valori ben diversi rispetto a quelli risultanti dalle valutazioni di mercato vuol dire che essi sono in grado di esprimere altri elementi di valutazione quali: la rarità degli asset presi in considerazione per l'azienda negoziata rispetto alle condizioni prevalenti del mercato, richiedono aggiustamenti qualora la cessione riguardi solo una parte dell'azienda, nel caso ci si riferisca a transazioni effettuate per archi temporali molto estesi è necessario tenere in considerazione questo particolare.

Per risalire da misure ottenute con le transazioni alla stima del valore economico si tende a ricorrere a rapporti di confronto con misure di struttura, ovviamente a seconda dell'estensione del perimetro dell'intervento preso in considerazione cambierà anche il riferimento in termini di misura di struttura da prendere in considerazione. Le informazioni derivanti dalle transazioni comparabili quindi possono essere utili come fonte di integrazione delle informazioni relative alla determinazione del valore economico delle aziende, ma non sostituibili.

## **2.2 Metodi indiretti**

I metodi indiretti di stima cercano, invece, di tenere conto delle indicazioni prevalenti della dottrina e si fondano sull'individuazione di una grandezza flusso oppure sul riferimento ad una grandezza di stock in grado di rappresentare una proxy del valore economico.

I primi riescono a soddisfare di più quelli che sono i requisiti proposti dalla dottrina, mentre nel secondo caso ci troviamo di fronte ad una soluzione che in assenza della possibilità di soddisfare questi requisiti individua soluzioni alternative. Per questo motivo distinguiamo tra metodi di valutazione fondamentali teorici e metodi di valutazione fondamentali semplificati. I primi riescono a definire un valore razionale ed equo, ma possiedono notevoli problemi in termini di possibilità di uso, mentre i secondi sono caratterizzati da minore razionalità, ma maggiore applicabilità.

In funzione della finalità della valutazione e della natura dei valori, sono diversi i metodi considerati indiretti, ognuno dei quali esprime una differente visione circa l'idea di valore dell'azienda e delle variabili che lo influenzano:

- Approccio basato sull'attualizzazione dei flussi attesi (di reddito, di cassa e di dividendo);
- Approccio patrimoniale;
- Approccio misto patrimoniale-reddituale.

Non è raro, nella pratica, l'utilizzo di un metodo base e di uno o più metodi di controllo allo scopo di determinare un range di valori di riferimento, un insieme di valori, cioè, che sia espressione di approcci e visioni differenti. La valutazione, quindi, ha un carattere di forte relatività, essendo influenzata da numerosi fattori.

Il primo approccio può essere rappresentato attraverso la seguente formula:

$$W = F_1 v_1 + F_2 v_2 + \dots + F_{n-1} v_{n-1} + F_n v_n$$

$W$  = è il valore del capitale economico

$F_1, F_2, \dots, F_n$  = sono i flussi complessivi disponibili per il periodo considerato

$F_n$  = è il flusso relativo all'ultimo anno preso in considerazione e comprensivo del valore terminale dell'azienda

$v_1, v_2, \dots, v_n$  = sono i differenti tassi di attualizzazione applicati ad ogni anno per il quale viene preso in considerazione e scontato il relativo flusso

La natura dei flussi ovviamente cambierà in base alla grandezza presa in considerazione a seconda del fatto che sia una grandezza finanziaria o reddituale.

Nel caso di una valutazione effettuata sulla base di una grandezza finanziaria i vari flussi annuali saranno pari ai flussi monetari annuali. Questi flussi saranno originati dal differenziale esistente tra le uscite e le entrate monetarie verificatesi durante ogni singolo anno. Sempre in questo caso il valore terminale dell'azienda verrà a coincidere con il valore di liquidazione, mentre i coefficienti di attualizzazione varieranno in base alle differenti grandezze prese in considerazione. Nel caso di una valutazione fondata sull'utilizzo dei dividendi i flussi annuali saranno rappresentati dal valore del dividendo atteso per ogni singolo anno, dalla modalità di determinazione della grandezza dividendo varierà

anche il risultato della valutazione effettuata. Il valore terminale preso in considerazione in questo caso sarà il prezzo di liquidazione o finale di vendita dell'azienda oppure nel caso si tratti di una valutazione effettuata per un arco più breve di tempo sarà rappresentato dal valore di realizzo comprensivo di riserve. Il tasso di attualizzazione, in questo caso, sarà rappresentato il tasso di rendimento atteso dell'investitore comprensivo del rischio da esso sopportato e delle opportunità di impiego alternative.

Il metodo più vicino all'elaborazione della dottrina è il metodo reddituale che utilizza come flusso oggetto del processo di attualizzazione il reddito stimato conseguibile da parte dell'azienda per ogni singolo anno oggetto della valutazione<sup>11</sup>. In questo caso i flussi presi in considerazione rappresentano il reddito annuo, mentre il valore terminale viene rappresentato tramite il valore di realizzo per l'ultimo anno preso in considerazione, ovviamente all'allontanarsi nel tempo di tale data un simile valore diminuisce progressivamente. A seconda delle configurazioni di reddito adottate cambierà sia la tipologia di flussi presi in considerazione sia la tipologia di valore terminale considerato. Il tasso di attualizzazione considerato corrisponderà al tasso atteso di remunerazione del reddito.

---

<sup>11</sup> La dottrina europea, soprattutto quella tedesca e quella italiana, ha attribuito a tale metodo un particolare privilegio, considerandolo portatore di una maggiore consistenza scientifica rispetto alle altre opzioni valutative. In Italia, le concezioni teoriche su cui si basano tali metodi affondano le proprie radici nella cosiddetta "rivoluzione zappiana". A riguardo, si veda Zappa, G. (1937) *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano.

Da quanto descritto emergono due punti problematici evidenti: l'elevato contenuto di soggettività della valutazione per cui a seconda dei parametri presi in considerazione per la determinazione dei flussi cambierà il risultato della valutazione, la difficoltà nel corso del tempo a formulare delle valutazioni per quello che concerne archi di tempo molto lunghi. Per via di tali difficoltà per cui a fronte di metodi caratterizzati da una forte razionalità, venga a mancare sia l'obiettività sia la disponibilità, sono stati sviluppati i metodi cosiddetti semplificati. I metodi indiretti semplificati intervengono sui parametri finanziari e reddituali utilizzati, sul modo di considerare questi parametri, sull'orizzonte temporale di riferimento, sulle modalità di calcolo del valore di realizzo finale.

Per applicare questi metodi si fa riferimento al trend dei parametri finanziari e di reddito relativo agli ultimi 3-5 esercizi e si estrapola una previsione per i 5 anni successivi; raramente si effettuano previsioni per una durata di 10 o più anni, mentre solo qualora siano disponibili informazioni precise e articolate si può cercare di effettuare una stima puntuale dei redditi e dei flussi finanziari futuri.

Qualora l'applicazione pratica di questi stessi metodi risulti difficile resta possibile il ricorso ad altri metodi quali i metodi patrimoniali puri o misti, che, però, costituiscono un'eccezione rispetto al requisito formulato dalla dottrina di razionalità della stima.

### 2.2.1 Metodi finanziari

La dottrina e la prassi individuano due tipologie di metodi finanziari: quelli basati sui flussi monetari complessivi e quelli fondati sui flussi monetari parziali<sup>12</sup>.

Il metodo finanziario basato sui flussi monetari complessivi netti disponibili prende in considerazione come flussi finanziari i flussi monetari effettivamente disponibili per l'investitore. Tale grandezza rappresenta il flusso di cui effettivamente l'investitore dispone per distribuirlo sotto forma di dividendi o reinvestirlo sotto forma di riserve di capitale. Rappresenta quindi quanto l'investitore ottiene dall'investimento effettuato nell'azienda e dovrà quindi essere attualizzato facendo riferimento al tasso di remunerazione atteso per l'investimento effettuato. Il metodo finanziario basato sui flussi parziali si limita a considerare solo i flussi totali al netto dei flussi attinenti la gestione finanziaria. Per questo motivo questa grandezza viene determinata ricorrendo a una estrema varietà di metodologie di riferimento; ci si può riferire a flussi che risultano dalla somma dei valori che contribuiscono alla definizione del cash flow risultante dal cosiddetto rendiconto finanziario oppure al flusso monetario derivante dalle attività operative ed effettuato escludendo costi e ricavi di natura finanziaria, il

---

<sup>12</sup> Per approfondimenti, si veda: Guatri, L., Bini, M. (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea; Massari, M. (1998), *Finanza aziendale: valutazione*, McGraw-Hill.

cosiddetto flusso unlevered ovvero determinato prima dell'apporto dell'area finanziaria<sup>13</sup>.

Per i flussi di cassa il problema fondamentale consiste nelle difficoltà correlata alla loro rettifica.

Dal punto di vista della prassi operativa il problema della definizione degli archi temporali considerati per procedere alla stima del flusso di cassa viene affrontato in due modi: in un primo caso si procede alla definizione di un flusso di cassa normale valido per tutto il periodo di analisi, nel secondo caso la durata del periodo di analisi viene divisa in più periodi per i quali viene identificato un flusso di cassa normalizzato per periodo. La scelta differente è dovuta al fatto che nel primo caso la soluzione proposta si presenta come la migliore per rappresentare la condizione di aziende che mantengono una crescita stabile nel tempo, mentre il secondo caso si presenta migliore per rappresentare la situazione delle aziende che presentano uno stadio iniziale di avvio della crescita molto sostenuto e successivamente rallentano la propria crescita sino ad assestarsi su di un livello di flussi di cassa costanti o in progressiva diminuzione.

Per quello che concerne il valore terminale del flusso di cassa relativo all'anno finale della stima, esso può essere fatto corrispondere al valore terminale inteso

---

<sup>13</sup> Per approfondimenti si veda: Dessy A. (1994), *Il ricorso ai metodi reddituali e finanziari (levered e unlevered) nella valutazione delle aziende: alcune considerazioni critiche*, in Finanza, Marketing e Produzione n.1.

come valore di liquidazione oppure valore rappresentativo dell'eventuale prezzo di cessione.

Prendiamo in considerazione il primo caso quando ci troviamo di fronte ad un'azienda che si presenta nella fase finale della propria esistenza per la quale per esempio non è stata prevista alcuna spesa per il rimpiazzo degli impianti di produzione o per il rilancio del portafoglio prodotti. In questo caso si assumerà come valore il valore di liquidazione corretto per le plusvalenze o minusvalenze future stimate e quindi rettificato se la valutazione effettuata è una valutazione levered, mentre nel caso di una valutazione unlevered verrà preso in considerazione il valore stimato terminale dell'attivo al netto del valore terminale stimato del debito aziendale.

Il patrimonio finale può essere stimato a valori di liquidazione, oppure a valori contabili (eventualmente moltiplicati per il coefficiente Market/Book value) oppure ancora a valori di sostituzione. I

l riferimento alla redditività successiva può avvenire capitalizzando il flusso di ricchezza dell'ultimo anno di previsione (o quello medio degli ultimi anni), oppure moltiplicando tale grandezza per il rapporto Price/Earning.

Quando, invece, la valutazione viene effettuata per un'azienda che continuerà la propria esistenza oltre la data terminale della valutazione stessa, sarà bene

prendere in considerazione per la stima del valore terminale un valore differente da quello di liquidazione. In tal caso viene preso in considerazione o il valore patrimoniale dell'attivo aziendale aggiustato tenendo conto delle possibili variazioni future relative al capitale circolante netto, al capitale fisso e all'indebitamento previsti nel corso degli anni oppure ci si riferisce ad un valore dell'attivo patrimoniale considerato costante nel tempo<sup>14</sup>. La scelta della metodologia di calcolo dovrà tenere conto delle modalità seguite nel definire

---

<sup>14</sup> In alcuni casi a questi metodi si aggiungono altri due metodi: uno fondato sull'attualizzazione dei flussi monetari futuri previsti e un secondo fondato sul sistema dei multipli, come vediamo il primo metodo ci fa rientrare nella famiglia dei metodi indiretti fondati sui flussi, mentre il secondo metodo di fa rientrare nell'insieme dei metodi diretti, infatti per ciò che concerne il valore residuale viene osservato da alcuni autori che: "Può trattarsi di un valore di liquidazione (del capitale proprio o delle attività dell'impresa) o di un valore economico (analogamente, del capitale proprio o delle attività dell'impresa), ossia di un valore di cessione che si riferisce ad un'azienda ancora in funzionamento alla scadenza del periodo di riferimento alla scadenza del periodo di riferimento. Se debba trattarsi di un valore di liquidazione o di un valore economico, lo si giudica in relazione alle circostanze che verosimilmente caratterizzano l'azienda e l'ambiente concorrenziale alla fine del periodo di riferimento. Così, si tratterà di un valore di liquidazione ogni qualvolta si proceda alla stima di aziende con durata prestabilita limitata; quando la strategia attuata dal management dell'impresa oggetto di valutazione è orientata ad uno sfruttamento degli impianti dell'impresa medesima senza prevedere la possibilità di rinnovo; quando, infine, i beni prodotti si collocano nella fase della maturità ed il management non prevede né un processo di ricerca e di sviluppo di nuovi prodotti, né la riconversione degli impianti per attuare produzioni che si trovano in una fase del ciclo di vita ben lontana dalla maturità... Al di fuori del caso di aziende con durata prestabilita limitata, una corretta metodologia di valutazione dovrebbe determinare il valore residuo ipotizzando la continuità della gestione aziendale anche dopo il termine del periodo di riferimento...Alcune volte in ipotesi di valutazione fondate sull'equity approach to valuation, ma ciò vale, mutatis mutandis, per le stime basate sull'entity approach to valuation, si fa riferimento ad un valore residuale stimato con un criterio patrimoniale "applicando ai valori aggiustati della situazione patrimoniale alla data dell'acquisizione le variazioni di capitale circolante netto, del capitale fisso e dell'indebitamento previste nella stima dei flussi monetari annuali. In alternativa, in alcuni casi è ipotizzata la costanza patrimoniale, con la conseguenza che valore residuo eguaglia il patrimonio netto alla data della stima. Più correttamente, il più delle volte, il valore finale dell'azienda è stimato mediante capitalizzazione per  $n$  che tende all'infinito del flusso finanziario generato dall'azienda al termine del periodo di riferimento. In alcuni casi, ancora, sono utilizzati coefficienti forniti direttamente dal mercato (P/E; P/CF...). Con tale criterio il valore finale viene fatto uguale al prodotto tra l'utile (o il flusso di cassa) alla fine del periodo di riferimento e il coefficiente moltiplicativo. C'è chi, infine, ha proposto la stima del valore finale come risultante della media, semplice e ponderata, tra i diversi valori precedentemente indicati. Si tratta in ogni caso di soluzioni e di risultati approssimati che non rispondono pienamente al requisito della razionalità, ma che consentono di risolvere di fatto i concreti problemi di valutazione." Zanda G., Lacchini M., Onesti T., (2013) *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, Torino.

l'orizzonte di previsione, nonché della situazione aziendale ipotizzata per la fine di tale periodo.

Rilevante problema viene rappresentato dalla scelta dei tassi di attualizzazione, è chiaro che questi dovranno di volta in volta adattarsi a quella che è la natura dei flussi presi in considerazione da parte del valutatore.

In questo caso si parla di principio di coerenza tra i flussi per cui<sup>15</sup>:

- Flussi nominali vanno scontati a tassi nominali
- Flussi reali vanno scontati a tassi reali
- Flussi certi vanno scontati a tassi risk free
- Flussi incerti devono essere scontati ad un tasso comprensivo di rischio
- Flussi operativi devono essere scontati al costo medio ponderato delle fonti di finanziamento
- Flussi netti devono essere scontati al tasso di remunerazione congrua della relativa fonte di finanziamento
- Flussi al lordo delle imposte devono essere scontati con tassi maggiorati per l'effetto dell'imposizione fiscali.

---

<sup>15</sup> Queste indicazioni di massima devono essere considerate valide per tutti i metodi di valutazione fondati su flussi, ma presentano una diversa articolazione a seconda dei flussi presi in esame, “Le metodologie indirette semplificate di stima del valore del capitale economico delle aziende possono essere distinte - come si è visto in precedenza- in tre grandi classi: 1) metodi basati su grandezze flusso; 2) metodi fondati su grandezze stock; 3) metodi basati su grandezze flussostock. La prima classe, a sua volta, è articolata in tre sottoclassi: metodi reddituali, metodi finanziari e metodi basati sui flussi dei dividendi prospettici attesi.”, Zanda G., Lacchini M., Onesti T., (2013), *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, Torino.

L'orizzonte di previsione del tasso dovrà essere coerente con l'orizzonte preso in considerazione per la determinazione del valore dei flussi.

Il metodo finanziario appare più adeguato per aziende in stato stazionario con capacità di reddito costante e investimenti allineati al recupero dell'ammortamento, per le imprese in condizioni di start up che devono ancora raggiungere la stabilità del reddito e quindi non possono ricorrere a stime reddituali e per le imprese in declino per cui si possa adottare una prospettiva di vita definita.

### **2.2.2 Metodi Redditali**

I metodi reddituali ipotizzano che il valore di un'azienda dipenda dalle sue capacità di produrre reddito.

In Italia, le concezioni teoriche su cui si basano tali metodi affondano le proprie radici nella cosiddetta “rivoluzione zappiana”: il capitale, inteso in senso economico, è pur sempre il valore capitalizzato dei redditi futuri, anche se questi non possono congetturarsi che su dati tratti dalla passata gestione<sup>16</sup>. In questa visione, il capitale economico, inteso come valore attribuibile all'azienda in caso di cessione o di conferimento, è un valore unico perché determinato attraverso la capitalizzazione dei redditi futuri e un valore derivato perché prodotto dal reddito. Il reddito costituisce, dunque, un prius rispetto al capitale; quest'ultimo in tanto

---

<sup>16</sup> Zappa G, (1937), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano.

può avere un valore in quanto sia suscettibile di produrre futuri redditi, e quanto maggiori saranno i redditi prodotti tanto maggiore sarà l'ammontare del capitale economico.

Nonostante i forti legami tra i metodi reddituali e la dottrina economico-aziendale, nella pratica italiana essi sono stati scarsamente utilizzati fino alla fine degli anni '70<sup>17</sup>.

Esistono sostanzialmente due tipologie di metodi reddituali: i metodi reddituali fondati sui flussi netti e i metodi reddituali fondati sui flussi operativi.

I primi a loro volta possono essere distinti tra metodo reddituale complesso e metodo reddituale puro e semplice. Il metodo reddituale complesso stima il valore dell'azienda sulla base dei redditi normali attesi puntuali determinati anno per anno per almeno i primi 10 anni successivi al momento della stima. Concettualmente si avvicina al metodo teorico ottimale. Una simile stima può essere effettuata solo sulla base di scenari futuri appositamente costituiti tenendo insieme dati contabili, budget di sviluppo e analisi di mercato a tendere.

Come nei casi precedenti in cui ci siamo riferiti a flussi di cassa, anche in questo caso si pongono due problemi: uno legato alla determinazione dell'evoluzione del

---

<sup>17</sup> In tal senso, il Guatri individua due possibili motivazioni: una certa ritrosia della scuola economico-aziendale verso le costruzioni e i modelli matematico-quantitativi e l'incertezza, considerata eccessiva, riscontrabile nella determinazione degli elementi che contraddistinguono le formule esplicative dei metodi reddituali. Si veda Guatri L., (1996) "*Le ragioni della superiorità concettuale ed applicativa dei metodi reddituali*", Finanza, Marketing & Produzione, n.2, giugno.

quadro aziendale nel tempo, infatti anche per questo metodo si può proporre la separazione del ciclo di vita aziendale in una serie di fasi tra di loro differenziate e uno legato alla determinazione del tasso di attualizzazione da adottare che in questo caso non potrà non essere che un tasso diverso per ogni singolo anno preso in considerazione.

Il modello reddituale semplice, invece si basa sull'attualizzazione del reddito medio normale atteso basata sulla formula della rendita perpetua e su di un tasso di attualizzazione scelto<sup>18</sup>.

Alternativamente lo stesso metodo può essere riproposto come un metodo basato sulla determinazione del valore dell'azienda come somma del valore attuale dei redditi futuri a cui venga sommato il valore terminale dell'azienda valutata.

Quest'ultimo viene determinato come capitale netto al momento della valutazione riclassificato tenendo conto di ogni potenziale plusvalenza o minusvalenza futuri. Nel caso in cui la durata della vita dell'azienda superi i 10 anni e risulti difficile come nel caso del metodo complesso effettuare per un arco di tempo troppo lungo una qualsiasi valutazione, allora si ricorrerà ad un metodo composto dove per i primi 10 anni si ricorrerà alla determinazione del valore attuale dei redditi stimati,

---

<sup>18</sup> La scelta dell'orizzonte temporale illimitato presuppone l'ipotesi che l'azienda abbia una capacità di reddito temporalmente illimitata. Si tratta di una ipotesi semplificatrice che, però, trova giustificazione in molta parte della dottrina. "...non può peraltro dimenticarsi la durabilità dell'istituto d'impresa, talchè indebita sarebbe una limitazione del tempo di capitalizzazione la quale derivasse soltanto dalla incapacità del valutatore a figger lo sguardo ben avanti nel futuro per prospettarsi il fenomeno del reddito fino a quella distanza" in Amodeo D. (1964), *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli.

mentre per gli anni successivi si ricorrerà alla formula della rendita perpetua come determinazione del valore attuale del reddito normalizzato per gli n anni successivi al decimo. In ultimo al valore così determinato verrà aggiunto il valore terminale posseduto dall'azienda al momento della propria cessazione e sempre considerato pari al capitale netto rettificato in base alle evoluzioni prevedibili della vita aziendale. I flussi di reddito successivi al decimo e ultimo anno e il valore terminale verranno attualizzati ricorrendo ad un tasso di sconto maggiore per via della minore prevedibilità del valore di questi flussi futuri.

Nel caso di questo metodo un ulteriore problema viene creato dalla necessità di determinare un reddito medio normale, operazione che chiede una modifica di quello che è il valore del reddito medio desumibile dai dati contabili. Per ottenere un simile risultato è necessario neutralizzare tutti i fenomeni straordinari della gestione e tutte le operazioni contabili che hanno in qualche modo alterato la normalità del reddito creato dall'azienda.

A ciò si affianca anche il problema della qualità dei dati contabili disponibili al momento dell'effettuazione della stima.

Per la determinazione e la previsione del reddito vengono utilizzati vari metodi tra i quali: il metodo basato sul mantenimento del reddito normale degli ultimi 3-5 anni, per il calcolo del quale appare essere fondamentale l'operazione di

omoogeneizzazione<sup>19</sup> del reddito; il metodo fondato sull'extrapolazione dei dati storici<sup>20</sup>, che cerca di prendere in considerazione anche variazioni future del reddito; il metodo dei risultati programmati, basato su budget e dati revisionali dell'azienda; il metodo dell'innovazione, che determina, sotto alcune condizioni di evoluzione della struttura del business dell'impresa, l'andamento reddituale futuro.

La normalizzazione dei redditi passati si risolve nell'apportare all'insieme delle componenti economiche contenute nei singoli bilanci, opportune rettifiche ed integrazioni. Le modifiche in questione riguardano essenzialmente i seguenti profili<sup>21</sup>: l'eliminazione dei proventi e degli oneri straordinari, la neutralizzazione degli effetti connessi alle politiche di bilancio, la revisione delle valutazioni (ammortamenti, magazzino ecc.), l'eliminazione di costi e ricavi relativi alla gestione patrimoniale accessoria, a quella finanziaria (in caso di configurazione unlevered) e quelli determinati da cause estranee alla gestione.

### **2.2.3 Metodi patrimoniali**

---

<sup>19</sup> “Per intraprendere il processo di normalizzazione dei redditi storici è importante controllare che le valutazioni siano avvenute nel rispetto di corretti principi contabili, cioè seguendo regole e convenzioni accettate e condivise, e soprattutto che siano state applicate in modo uniforme e costante nel tempo; in caso contrario, i redditi storici devono essere corrispondentemente aggiustati.” in Potito L. (2014), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino.

<sup>20</sup> “L'esame dei risultati economici passati serve per trarre elementi giovevoli alle presunzioni sui risultati future: esso non può perciò ridursi ad una semplice presa di cognizione dei redditi rilevati nei bilanci dei trascorsi esercizi, ma deve svilupparsi in un esame critico delle svariate condizioni di azienda e di ambiente nelle quali quei risultati hanno potuto formarsi, per indagare poi, se e con quale intensità e durata le stesse condizioni potranno continuare ad operare nel futuro” in P. (1962), *Economia d'azienda*, Utet, Torino.

<sup>21</sup> Per approfondimenti: Paganelli O. (1990), *Valutazione delle aziende*, Utet, Torino.

Alternativi ai metodi fondati sull'uso di flussi sono i metodi di natura patrimoniale. Tali metodi si fondano sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Viene comunemente ritenuto accettabile un tale metodo solo qualora il valore complessivo di ogni singolo elemento non vari notevolmente in funzione della capacità reddituale dell'azienda.

Con l'utilizzo dell'approccio patrimoniale si perviene alla determinazione del valore del capitale economico attraverso la distinta valutazione dei componenti attivi e passivi del capitale, materiali ed immateriali, prescindendo dalla capacità di reddito dell'azienda e senza considerare il valore dell'avviamento<sup>22</sup>.

Il sacrificio del venditore sarebbe dunque rappresentato, secondo tale approccio, dalla rinuncia alla consistenza patrimoniale ceduta.

Tale metodo è l'unico praticabile in alcuni casi, quali ad esempio operazioni in cui il valore unico dell'azienda deve essere suddiviso in più componenti in quanto l'attribuzione di un valore distinto a ciascuno degli elementi patrimoniali attivi e passivi è obbligatorio secondo le prescrizioni del Codice civile.

In ipotesi come quella in questione, il metodo reddituale, se preferito nella valutazione del capitale economico, può costituire unicamente un efficace metodo di confronto e di controllo rispetto a quello patrimoniale.

---

<sup>22</sup> In caso di valutazione dell'avviamento si parla di metodo patrimoniale misto.

Anche nell'ipotesi in cui bisogna valutare il capitale economico di un'azienda con redditività scarsa o nulla tale metodo risulta efficace; in tal caso, infatti, se l'azienda è destinata a continuare a funzionare sarà certamente provvista di un proprio autonomo valore, non determinabile attraverso i metodi reddituali; si ricorrerà, dunque, all'applicazione del metodo patrimoniale o, al massimo, al metodo misto (che come vedremo considera anche il valore dell'avviamento, nell'ipotesi in questione avente segno negativo, quindi badwill).

Un ulteriore caso in cui risulta opportuno applicare il metodo patrimoniale è quello di aziende, come quelle immobiliari o le holding pure, il cui valore è influenzato dal valore del proprio patrimonio netto più che dalle proprie capacità di generare redditi o flussi di cassa.

I metodi patrimoniali sono quelli maggiormente applicati nella pratica, in quanto prospettano agli operatori valori più rassicuranti, perché derivanti dall'applicazione di dati provvisti di maggiore certezza ed obiettività e perché le grandezze dei singoli elementi del capitale si prestano ad essere agevolmente controllate (requisito della controllabilità degli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale).

Innegabile, però, dal punto di vista scientifico, la criticabilità dei metodi patrimoniali, i quali offrono una visione statica e disaggregata dell'azienda. Secondo un'autorevole dottrina molto impegnata nello studio dei metodi di

valutazione, sia delle aziende sia di specifici beni immateriali, non si tratta, per i limiti accennati, di un vero e proprio metodo di valutazione bensì di un procedimento di indagine idoneo a fornire un'informazione particolare; solo se si tratta di valutare società immobiliari, holding pure o specifici beni immateriali si può parlare di metodo<sup>23</sup>. Se nella valutazione vengono considerati nell'attivo soltanto gli elementi materiali e gli elementi immateriali suscettibili di autonoma e ricorrente valutazione in bilancio (quali, ad esempio, brevetti, marchi, concessioni, licenze, software) si parla di metodo patrimoniale semplice, se nell'attivo sono considerati anche gli intangibles che non trovano autonoma valutazione in bilancio (fattori tipicamente di avviamento quali la clientela, l'immagine, il posizionamento sul mercato, le attività di ricerca e sviluppo) si parla di metodo patrimoniale complesso. L'approccio patrimoniale di valutazione perviene al valore dell'azienda, o meglio del suo patrimonio netto rettificato espresso a valori correnti, partendo dal patrimonio netto contabile risultante da una situazione patrimoniale redatta con riferimento ad una data il più possibile vicina a quella di valutazione, ed apportando al patrimonio netto contabile –il bilancio ordinario di esercizio rappresenta, dunque, un imprescindibile punto di riferimento di partenza– dapprima una serie di rettifiche ed integrazioni per esprimere, in base a corretti principi contabili orientati su valori di funzionamento, il valore delle attività e delle passività –iscrizione e/o

---

<sup>23</sup> Guatri, L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea.

integrazione di fondi rischi mancanti o insufficienti ad esempio– e poi una serie di rettifiche di valore per passare dai valori contabili, basati sui costi storici o sui minori valori di realizzo di mercato, ai valori correnti basati sui costi attuali di riacquisto o di riproduzione, o su valori attuali di mercato o, ancora, nel caso di metodi patrimoniali complessi, per iscrivere nuove attività immateriali non rilevate nella situazione patrimoniale di partenza.

La prima delle due fasi sopra menzionate la possiamo definire di ricognizione e revisione ed ha ad oggetto la verifica della corretta contabilizzazione delle poste di bilancio, depurandole, eventualmente, dall'inquinamento dovuto a politiche fiscali o di bilancio; tale fase potrebbe risultare superflua nel caso in cui il bilancio di esercizio sia certificato.

L'altra fase è definibile di riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali attivi e passivi e consente di evidenziare eventuali plusvalenze latenti (valori di bilancio inferiori rispetto a quelli correnti) o, meno frequentemente, delle minusvalenze latenti.

Il lavoro ricognitivo prima e di riespressione poi ha ad oggetto tutte le poste: le immobilizzazioni materiali, espresse al costo di riproduzione al netto di una congrua rettifica che tenga conto del deperimento fisico e dell'obsolescenza, al costo di sostituzione o al valore di mercato (per i beni ad utilizzo autonomo destinati alla cessione, che possono essere utilizzati indipendentemente dalla

combinazione produttiva, e per i quali esista un mercato dell'usato)<sup>24</sup>; gli oneri pluriennali, la cui iscrizione deve trovare idonea giustificazione in una loro non estinta utilità; i crediti, di cui bisogna giudicare la consistenza e l'esigibilità nonché la presenza e la congruità degli eventuali accantonamenti ad essi relativi<sup>25</sup>; i debiti, di cui bisogna appurare l'entità reale ed integrale prendendo in considerazione anche quelli potenziali; le rimanenze di magazzino, che richiedono un controllo accurato per l'individuazione di eventuali materiali obsoleti, da valutarsi al costo di mercato o di acquisto più recente (per le materie prime), al costo di produzione (per i semilavorati), al minore tra costo di produzione e valore di presunto realizzo al netto degli oneri da sostenere per la vendita (per i prodotti finiti); le partecipazioni di controllo, da valutare secondo il valore economico della controllata ed aggiungendo, al valore così calcolato, un eventuale premio di maggioranza<sup>26</sup>; sempre per le partecipazioni di controllo, c'è da precisare che se la società oggetto di valutazione e le sue controllate costituiscono un insieme sistematico risulta opportuna una stima del valore economico dell'intero gruppo da esse formato, sulla base di un bilancio

---

<sup>24</sup> Da non trascurare, in questa fase di valutazione delle immobilizzazioni, gli impianti acquisiti con operazioni di leasing, che possono rivelare plusvalenze se il valore attuale del debito residuo, costituito dalla somma delle rate a scadere, risulta inferiore al loro valore corrente.

<sup>25</sup> Particolare attenzione merita il fondo rischi su crediti che, spesso, per mere esigenze fiscali è pari allo 0,50% dei crediti totali e non rispecchia le reali valutazioni di tipo economico-aziendale.

<sup>26</sup> Per la determinazione della componente in parola si veda Guatri, L., Bini, M. (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea.

consolidato<sup>27</sup>; le partecipazioni non di controllo, da valutare in base al patrimonio netto contabile della controllata o al costo di acquisto se ancora rappresentativo o, nel caso di imprese quotate, ai prezzi di mercato.

Dalle fasi ora esaminate emergeranno, il più delle volte, delle plusvalenze; tale circostanza rende necessario l'avvio di una ulteriore fase di valutazione dei carichi fiscali potenziali che gravano, appunto, sulle plusvalenze; dal punto di vista squisitamente economico sembrerebbe razionale pensare di applicare le aliquote di imposta correnti al momento della valutazione ma la circostanza secondo cui tali oneri sono differiti, in quanto legati al realizzo dei cespiti che avverrà in un tempo futuro non precisamente determinabile, porta ad applicare, nella prassi, aliquote ridotte, a meno che le plusvalenze latenti non riguardino elementi del capitale circolante, destinati ad essere realizzati a breve, e quindi da "colpire" con aliquote piene.

Il tutto può essere espresso in simboli nel modo seguente:

$$K' = K + (\Delta A + \Delta P)$$

dove:

$K'$  è il valore del patrimonio netto rettificato;

---

<sup>27</sup> Massari, M. (1990), 'La valutazione delle holding di gruppo sul fondamento del bilancio consolidato, *Finanza, Marketing e Produzione*, (4), 47-57.

$K$  è il valore del patrimonio netto contabile, risultante dalla situazione patrimoniale di riferimento, pari alla differenza fra i valori contabili delle attività (A) e delle passività (P) o, il che è lo stesso, pari alla somma algebrica dei seguenti elementi: - capitale sottoscritto, che esprime il valore nominale dei conferimenti eseguiti dalla proprietà dell'impresa (dai soci o dal socio unico o dall'unico proprietario)<sup>28</sup>; - riserve di utili, generiche e specifiche; - perdite a nuovo; - riserve di capitale; - riserve e fondi in sospensione di imposta, di origine fiscale, da assumersi, per quelle non ancora tassate, al netto delle relative imposte differite; - utile netto di periodo (o perdita di periodo), dall'inizio dell'esercizio alla data di riferimento della situazione patrimoniale;

$\Delta A$  è l'ammontare delle plusvalenze delle sole attività patrimoniali, al netto delle relative minusvalenze e dell'effetto fiscale, ottenuto per differenza fra valori correnti e valori contabili;

$\Delta P$  è l'ammontare delle plusvalenze delle passività patrimoniali al netto delle relative minusvalenze, dove le plusvalenze sono i minori valori correnti delle passività rispetto ai valori contabili e le minusvalenze i maggiori valori correnti rispetto ai valori contabili.

Molto spesso, però, il metodo patrimoniale semplice, senza considerazione degli elementi immateriali, risulta essere approssimativo, soprattutto in quelle realtà

---

<sup>28</sup> De Sarno M. (2005), *Misurazione e comunicazione dei valori aziendali*, Giappichelli Editore, Torino.

dotate di numerosi intangibles alla cui esistenza si giudica legato fortemente il valore dell'azienda; per la valutazione di tali aziende è bene ricorrere al metodo patrimoniale complesso.

La necessità di considerare le risorse immateriali nel quadro degli strumenti di comunicazione economico-finanziaria dell'impresa e l'importanza delle stesse nel processo di creazione e diffusione del valore sono, ormai, ampiamente affermate; nondimeno, fatta eccezione per alcune punte di eccellenza, è ancora piuttosto raro riscontrare nei documenti ufficiali divulgati dalle imprese rappresentazioni soddisfacenti del loro patrimonio immateriale. Una prima ragione di questa grave carenza informativa<sup>29</sup> nella comunicazione economico-finanziaria aziendale è riconducibile al fatto che l'attenzione rivolta alle risorse immateriali ed al loro contributo al vigore ed al dinamismo economici dell'impresa è relativamente recente, non significando ciò che il tema della immaterialità sia nuovo ma solo che è cambiato, nel passaggio dall'impresa industriale a quella post industriale<sup>30</sup>, il ruolo della conoscenza e di altri fattori invisibili.

È cresciuta, quindi, la rilevanza della partecipazione delle risorse immateriali ai processi di valutazione del capitale aziendale e di determinazione del risultato

---

<sup>29</sup> Gambaro, M., Ricciardi, C. A. (2005), *Economia dell'informazione e della comunicazione*, Laterza.

<sup>30</sup> Pozza, L. (1999), *Le risorse immateriali: profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d'azienda*, Egea.

economico d'esercizio<sup>31</sup>. Una seconda ragione riguarda la complessità propria del patrimonio immateriale, che si esprime in vari modi: sul piano della eterogeneità degli elementi che lo compongono e sul piano delle molteplici modalità del suo rinnovamento; ne derivano forti difficoltà nello sviluppare tassonomie univoche e modelli interpretativi universalmente accettati<sup>32</sup> per la valutazione di tale patrimonio immateriale.

L'interesse per la valutazione autonoma dei beni immateriali è, quindi, relativamente recente poiché in passato, cioè nei primi anni in cui si è presa in considerazione l'ipotesi di valutare i beni immateriali distintamente dall'avviamento, la misurazione degli intangibili era collegata e finalizzata alla valutazione delle aziende ed alla rilevazione delle loro performance periodiche<sup>33</sup>. Un particolare stimolo all'esigenza di effettuare valutazioni corrette degli elementi immateriali presenti nel patrimonio aziendale è stato anche offerto dai processi di concentrazione aziendale: per assorbire, ad esempio, le differenze di fusione, infatti, si è ritenuto opportuno attribuire un valore congruo anche ai beni immateriali. A conferma di ciò, recenti operazioni di acquisizione e di fusione hanno evidenziato la presenza di ingenti riserve di valore legate a risorse immateriali.

---

<sup>31</sup> Ferrando, P. M. (1999), *Risorse e risorse immateriali. Natura e implicazioni per il valore dell'impresa*, PM Ferrando, L. Fadda, RP Dameri, Saggi sull'immaterialità nell'economia delle imprese, Torino, Giappichelli.

<sup>32</sup> Rullani, E. (1992), *Economia delle risorse immateriali: una introduzione*, .Sinergie, 29, 8-50.

<sup>33</sup> Guatri, L. (1997), *Valore e intangibles nella misura della performance aziendale: un percorso storico*, Egea, p. 218.

Tali riserve sono originate da risorse presenti in bilancio ma sottostimate e, soprattutto, da risorse immateriali che attendono il visto di ingresso in bilancio. I metodi patrimoniali complessi possono essere di due tipi<sup>34</sup>: di primo grado, quando è possibile effettuare la valutazione dei beni immateriali sulla base dei prezzi di mercato, come per le “vecchie” licenze; di secondo grado, quando i beni immateriali da stimare non sono dotati di un prezzo di mercato e la stima è necessariamente basata sul costo o sulla redditività di tali beni.

Al proposito, il requisito per definire i beni immateriali è l’“identificabilità”, che consente di distinguere le risorse immateriali dell’impresa in beni immateriali in senso stretto, autonomamente valutabili e, quindi, identificabili nel contesto aziendale e, di conseguenza, in bilancio; e valori immateriali non suscettibili di specifica individuazione, che non possono trovare valorizzazione se non in quella nozione di avviamento (o goodwill) che proprio la valutazione dei beni immateriali identificabili si propone di circoscrivere<sup>35</sup>; il valore assunto dal goodwill si amplia considerevolmente, da un lato, e la categoria dei beni immateriali si restringe, dall’altro, quando si assume come criterio di identificazione la trasferibilità<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> Guatri, L. (1987), *La valutazione delle aziende*, Giuffrè.

<sup>35</sup> Renoldi, A. (1992), *La valutazione dei beni immateriali: metodi e soluzioni*, Egea.

<sup>36</sup> Brugger, G. (1989), *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, Finanza, marketing e produzione, 1, 33-52.

Sul piano delle valutazioni esistono, poi, altri due importanti motivi che inducono ad esprimere in un'unica o in pochissime entità (spesso si adotta la soluzione di comprendere i beni immateriali in due classi abbastanza ampie: i beni immateriali inerenti al marketing, sinteticamente denominati, spesso, marchi; i beni immateriali inerenti alla tecnologia ed ai processi produttivi, denominati sinteticamente know-how o patrimonio tecnologico) il valore dei beni immateriali:

a. il valore attribuibile a questi, spesso definito in prima approssimazione dai costi storici di formazione, o meglio dai costi di riproduzione, trova una necessaria ed ineliminabile verifica nelle capacità reddituali dell'impresa: se l'impresa non ha la capacità di produrre adeguati redditi non ha senso attribuire valore ai beni immateriali; la verifica dell'accettabilità dei valori attribuiti ai beni immateriali è unica e globale poiché unico e globale è il reddito di periodo; se esso è positivo, i singoli valori attribuiti ai beni immateriali rimangono globalmente confermati; se è nullo o negativo, uno o più di essi vanno ridotti: ma a quali tocchi tale sorte non è oggettivamente decretabile, e qualsiasi scelta è solo una convenzione; per la verifica reddituale si potrebbe anche utilizzare il metodo seguente: calcolare sia il reddito medio-normale atteso ( $R$ ), sia il valore patrimoniale rettificato comprensivo della grandezza dei beni immateriali ( $K'$  comprensivo del "presunto" valore dei beni intangibili), ed effettuare il rapporto tra queste due

grandezze per ottenere il tasso di rendimento atteso  $i = R/K'$ ; se il tasso  $i$  così ottenuto cade nell'intervallo di normalità, ossia è allineato ai tassi correnti di capitalizzazione di aziende di ugual rischio, la “prova reddituale” si considera superata ed i valori dei beni immateriali possono essere confermati; se il valore  $R/K'$  risulta inferiore alla norma si rivela un'anomalia, da interpretare come negazione dell'esistenza (totale o parziale) del valore dei beni immateriali: se si prescinde da riduzioni delle plusvalenze sui beni strumentali, il valore dello stock di beni immateriali va ridotto finché il tasso  $i$  non rientri nella norma;

b. i beni immateriali tendono spesso a sovrapporsi ed a confondersi, così che il rischio di duplicazioni o, all'opposto, di omissioni, è sempre in agguato<sup>37</sup>. Oltre ai metodi accennati sub a) di valutazione dei beni immateriali, cioè quello dei costi storici effettivamente sostenuti in passato per acquisire le utilità che si riconnettono al bene immateriale da valutare (sono da ricomprendere tutti gli investimenti effettuati per creare e rafforzare stabilmente nel tempo la risorsa immateriale della quale si ricerca il valore così come sono da considerare le svalutazioni eventualmente subite nel tempo dall'intangibile in questione) e quello dei costi di riproduzione ossia dei costi che nelle condizioni correnti si

---

<sup>37</sup> Il principio contabile internazionale IAS 38 considera beni immateriali quegli assets identificabili e privi di consistenza fisica, individuando al contempo i tre requisiti essenziali che tali beni devono possedere: - identificabilità (intesa come separabilità e derivazione da precisi obblighi contrattuali o legali); - controllo (inteso come potere di ottenere benefici dal bene); - benefici economici futuri (in termini di maggiori ricavi o di minori costi). È evidente che gli assets a cui fa riferimento lo IAS 38 sono soltanto una parte di quelli esistenti in un'azienda, ossia quelli acquisiti esternamente, restando esclusi, quindi, gli assets autoprodotti.

dovrebbero sostenere per poter disporre dello stesso bene immateriale o di altro bene apportatore di equivalenti utilità (rispetto al metodo dei costi storici, questo metodo sembra più corretto in quanto tiene conto delle condizioni attuali di mercato), esistono altri metodi utilizzabili per la valutazione dei beni immateriali: quando è possibile prescindere dai procedimenti basati sui costi, si applicano criteri fondati sui flussi di risultato attesi (approccio economico, di cui esistono, a sua volta, due varianti: attualizzazione dei margini ottenibili dal bene stesso, calcolati come frazione dei risultati complessivi dell'azienda isolando da essi, laddove possibile, i ricavi ed i costi direttamente imputabili al bene; oppure attualizzazione dei benefici differenziali -maggiori ricavi o risparmi di costi- che la presenza del bene dovrebbe consentire, rispetto a realtà che non ne dispongono) o, infine, con l'impiego di parametri e moltiplicatori (approccio di mercato). In definitiva: anche applicando il metodo patrimoniale non si può prescindere, il più delle volte, dalla considerazione, esplicita o meno, dei flussi reddituali futuri; inoltre, il valore del capitale ottenuto con l'attualizzazione dei flussi reddituali tende a coincidere con il valore ottenuto con il metodo patrimoniale allorquando oltre al valore attribuibile a singoli elementi materiali attivi, vengono attribuiti autonomi valori alle immobilizzazioni immateriali, sia quelli già presenti in bilancio, sia quelli non inserite in bilancio perché difficilmente valutabili in sede ordinaria (patrimonio netto rettificato e rivalutato con la considerazione degli intangibles); anche nel caso di utilizzo del metodo

patrimoniale, poi, quando si decide di attribuire un valore ai beni immateriali, si devono verificare le capacità reddituali future che giustifichino l'attribuzione di un plusvalore alle immobilizzazioni immateriali stesse e, qualora la verifica reddituale porti a risultati negativi, bisogna considerare un avviamento negativo che, da un lato, impone di rinunciare alla stima di alcuni intangibili e, dall'altro, addirittura potrebbe portare a rivedere verso il basso la valutazione delle immobilizzazioni materiali; i pregi, ed in particolare la caratteristica dell'oggettività del metodo patrimoniale, sono da rivedere, infine, in virtù della sempre maggiore considerazione dei beni immateriali, di più difficile valutazione rispetto a quelli dotati di materialità: la valutazione complessiva del capitale economico dell'impresa non è, quindi, necessariamente più controllabile e certa rispetto a quella a cui si perviene con l'utilizzo del metodo reddituale.

#### **2.2.4 Metodi misti**

L'approccio misto patrimoniale-reddituale offre il vantaggio di coniugare l'obiettività dell'approccio patrimoniale con la razionalità dell'approccio reddituale, prevedendo la valutazione sia dello stock patrimoniale di risorse disponibili per l'azienda sia dei flussi reddituali futuri. I vantaggi di tali metodi sono stati indirettamente evidenziati più sopra quando si è detto che una corretta applicazione dei metodi patrimoniali richiede necessariamente di non trascurare la considerazione della redditività attesa. A meno che le caratteristiche

dell'impresa da considerare (imprese immobiliari, ad esempio) non consigliano l'utilizzo del metodo patrimoniale semplice. Rientrano nell'approccio misto il metodo della stima autonoma del goodwill<sup>38</sup> ed il cosiddetto modello EVA<sup>39</sup>.

Il metodo della stima autonoma del goodwill, per anni fra i più diffusi e noti metodi di valutazione delle aziende, ed ancor oggi di larga applicazione in tutte le valutazioni che richiedono stime patrimoniali analitiche (quindi in molte operazioni straordinarie), prevede di pervenire alla determinazione del valore economico dell'azienda aggiungendo al valore del patrimonio determinato con il metodo patrimoniale, il valore dell'avviamento determinato con procedimento autonomo –goodwill o avviamento positivo– o sottraendo da esso il valore del cosiddetto avviamento negativo o badwill dovuto all'assenza o insufficienza di reddito in prospettiva.

Il concetto di avviamento da considerare per l'applicazione di questo metodo è quello corrispondente alla definizione “bestana” di soprareddito, ossia il differenziale tra il reddito medio atteso dell'azienda da rivalutare (R) e quello

---

<sup>38</sup> Il metodo della stima autonoma del goodwill è anche detto metodo europeo, essendo quello raccomandato dall'Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari (UEC).

<sup>39</sup> L'EVA rappresenta un indicatore di performance dato dalla differenza fra rendimento del capitale investito e relativo costo. Il valore dell'azienda si ottiene attualizzando il flusso futuro degli extra-valori così determinati e aggiungendo il valore iniziale del capitale investito. In sintesi:

$EVA = (r-c) \times \text{capitale investito}$  laddove: r = rendimento del capitale investito c = costo del capitale investito.

Il Valore totale di un'azienda secondo la metodologia EVA è dato dalla sommatoria fra il Capitale Investito e gli EVA che la società sarà in grado di «produrre» nel corso degli anni. Avremo quindi : + Capitale investito netto + Somma dei Valori attuali di EVA annui (2) + Valore residuo (3) - Debiti Finanziari Netti = Valore d'azienda

definibile normale per il settore di appartenenza ( $iK$ ), ottenuto applicando appunto al patrimonio netto determinato dell'impresa da valutare ( $K$ ) il tasso ritenuto espressivo di un rendimento normale di settore ( $i$ ).

In relazione al valore del patrimonio da considerare nella determinazione del valore dell'azienda, benché prevalga la pratica di riferirsi al solo patrimonio rivalutato tangibile ( $K$ ), ottenuto con l'applicazione del metodo patrimoniale semplice, non mancano casi in cui viene incluso nel valore del patrimonio anche il valore dei beni immateriali ( $K'$ ); il tasso di capitalizzazione ( $i$ ) è un tasso di rendimento normale di settore e si determina in modo analogo a quello impiegato nei metodi reddituali. Esso sarà leggermente più basso se si applica al valore del patrimonio netto rettificato ( $K'$ ). L'ultimo problema da superare è la determinazione del periodo di tempo limitato entro cui effettuare le valutazioni: si tratta, in concreto, di stabilire per quanto tempo l'azienda, con quella struttura, riesce a conseguire sopraredditi.

È prevedibile, inoltre, che seppur la capacità dell'azienda di generare soprareddito si protragga, ciò sarà, da un certo punto in poi, imputabile alle energie ed agli investimenti del nuovo imprenditore (nel caso di cessione) o della nuova combinazione aziendale (negli altri casi di operazioni straordinarie), giustificando la delimitazione temporale della valutazione. Da un punto di vista concettuale, il goodwill è qui inteso come capacità endogena dell'azienda di generare redditi

superiori a quelli ritenuti “normali” in relazione al settore in cui si opera o, più in generale, rispetto alle caratteristiche dell’investimento effettuato. Tale metodo è particolarmente indicato per la valutazione delle aziende industriali manifatturiere, nelle quali ha rilevanza sia la struttura patrimoniale sia la capacità dell’impresa di generare redditi. In definitiva, con tale metodo si ricorre ad una valutazione a prezzi correnti o, più di recente, al fair value dei vari elementi attivi che compongono il capitale, al netto delle passività, e con una maggiorazione a titolo di goodwill; il valore che ne deriva è composito perché formato sia da valori analitici attribuiti alle attività (ed alle passività da sottrarre) sia da un valore del goodwill, determinato attraverso l’attualizzazione del differenziale tra il reddito normalizzato ed il reddito normale atteso del capitale investito (tale differenza altro non è che il soprareddito), stimato moltiplicando il capitale netto rettificato tenendo conto delle immaterialità per un ROE medio di settore.

Ai metodi finora analizzati se ne aggiungono altri rientranti nel cosiddetto approccio di mercato ed altri ancora più o meno diffusi nella pratica. C’è da precisare, alla fine di questa disamina dei metodi di valutazione, che per scegliere il metodo di valutazione da applicare, oltre a verificare le caratteristiche dell’impresa ed il fine per il quale la valutazione viene effettuata, bisogna considerare anche la fase del ciclo di vita in cui si colloca l’impresa da valutare: nella fase di start up, ad esempio, un’impresa non necessariamente riesce a

produrre utili, i suoi prodotti non sono ancora molto conosciuti sul mercato ed i flussi di cassa sono per lo più negativi, quindi sarebbero certamente da escludere i metodi di valutazione basati sull'attualizzazione dei flussi (sia economici, sia di cassa), anche per la mancanza di dati storici che permetterebbero di conoscere l'andamento precedente dei flussi stessi; l'utilizzo del metodo di attualizzazione dei flussi reddituali o di cassa sarebbe opportuno, invece, per la valutazione di aziende che si trovano in fase di affermazione, fase in cui il tasso di crescita dei ricavi è sostenuto e consolidato e gli utili, salvo eventi patologici, sono positivi; nella fase della maturità, per la scelta del metodo da utilizzare si farà riferimento quasi esclusivamente alle finalità per le quali la valutazione viene effettuata mentre, infine, nella fase di declino, in cui i risultati economici sono negativi e la maggiore fonte di valore è rappresentata dalla consistenza patrimoniale dell'azienda, l'approccio che pare naturale applicare è quello misto reddituale-patrimoniale, attraverso il quale si sottrae, in in questo caso, il badwill dal valore del patrimonio rettificato.

### **2.2.5 I metodi valutativi nella prassi**

La prassi valutativa del nostro Paese tende a privilegiare i metodi reddituali e in subordine i metodi patrimoniali semplici, complessi e misti.

Diversamente le società di consulenza tendono a privilegiare metodi come il flusso di cassa scontato perché propri della prassi americana.

Una simile differenza deve essere ricondotta alla differenza che intercorre tra le differenti strutture economiche dei due Paesi.

Nel caso italiano la prevalenza di due metodi è dovuta al fatto che dal punto di vista della dottrina continua ad essere ritenuto corretto l'uso del metodo reddituale per via delle sue caratteristiche di razionalità. Se questa continua ad essere considerata la scelta migliore da effettuare da parte della dottrina, in realtà essa viene adottata solo nei casi in cui una simile metodologia si presenta come non solo adeguata, ma anche effettivamente praticabile in relazione alle informazioni disponibili e complessivamente conveniente in base ad un rapporto costi/benefici.

Questo avviene nel caso di aziende di medie o grandi dimensioni caratterizzate da un'elevata mole di dati e da una evidente maggiore facilità di applicazione.

Per contro la maggioranza delle valutazioni di azienda operate in Italia viene effettuata con aziende di dimensioni medie e piccole per le quali mancano dati sufficientemente solidi e numerosi e per le quali il costo dell'applicazione di un'analisi sistematica della capacità reddituale si rivela eccessivo.

Per la valutazione di queste aziende, che è appannaggio prevalentemente di professionisti appartenenti all'ordine dei dottori commercialisti, viene solitamente preferito il metodo patrimoniale, non solo per ragioni di maggiore agilità, ma

anche perché più vicino alla mentalità italiana sempre fortemente orientata all'analisi degli aspetti patrimonialistici.

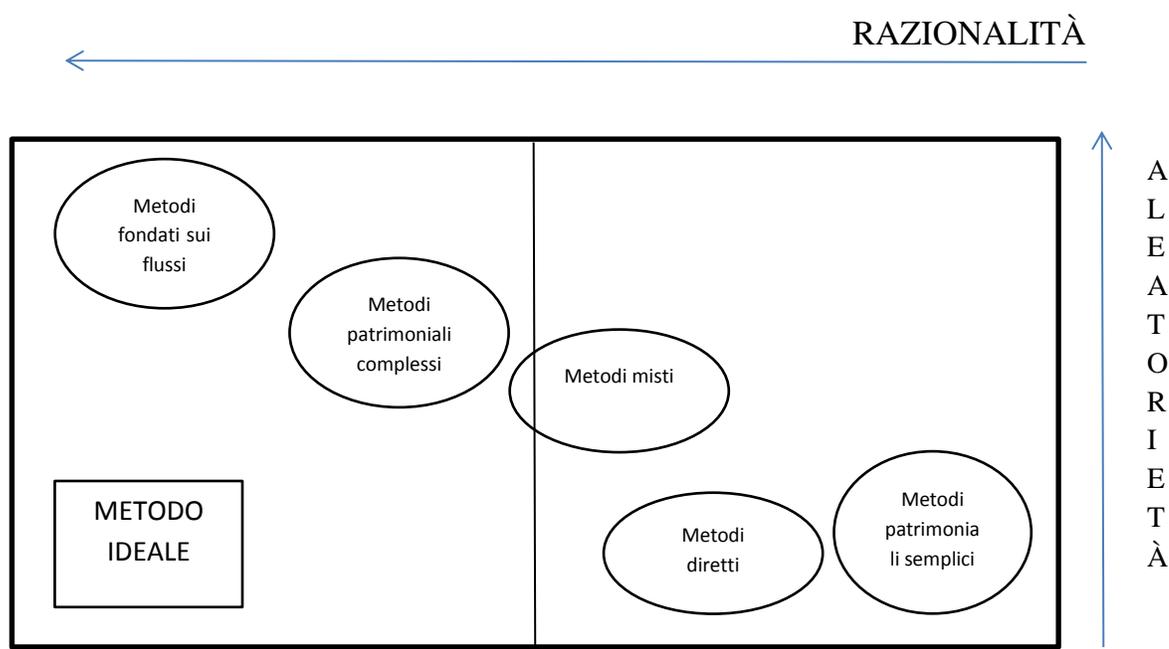
Il mercato delle aziende americano è, invece, completamente differente, perché fondato sullo scambio azionario su mercati finanziari caratterizzati da dimensioni e liquidità maggiori dei nostri. Per questo motivo l'approccio di partenza delle valutazioni diventa simile a quello di un qualsiasi investitore che voglia trarre da uno specifico investimento in titoli il massimo rendimento.

Ovviamente un investitore finanziario nel valutare il valore economico dell'azienda si proporrà di ottenere un ritorno sia in termini di dividendo sia in termini di valore del capital gain ottenibile. Per questo motivo preferirà porre la propria attenzione sulla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa costanti e sufficienti a mantenerne l'economicità e l'efficienza e ad ottenere un buon ritorno in termini di dividendi ottenuti.

Viene preferito, così, il metodo dei flussi di cassa scontati perché da un lato permette di determinare il valore dell'attivo come valore attuale dei flussi monetari ottenibili nel tempo, mentre il valore del patrimonio viene determinato come differenza tra questo valore dell'attivo così determinato e il valore di mercato delle passività.

Accanto al metodo fondato sui flussi di cassa, nell'ambito americano, sempre tenendo conto della prevalenza data all'aspetto dell'investitore e tenendo conto del forte sviluppo dei mercati, si è affermato anche l'uso dei metodi fondati sui multipli.

Alcuni autori hanno tentato di fornire una sorta di ordinamento dei metodi di seguito è proposto l'ordinamento formulato da parte di Zanda:



*Figura 1 Classificazione dei modelli per grado di razionalità e di sofisticazione (Zanda, Lacchini, Onesti, 2013).*

Secondo questa rappresentazione, è possibile rilevare come non esista un metodo valutativo perfetto in grado di soddisfare al suo interno contemporaneamente sia

il requisito della piena razionalità sia il requisito dell'assenza di aleatorietà e quindi il requisito della piena disponibilità del metodo.

Ci sarebbe, invece, una sorta di posizionamento dei vari metodi lungo un percorso con due estremi: i metodi fondati su grandezze flusso che soddisfano massimamente il criterio della razionalità, ma per via delle stime che richiedono di effettuare si dimostrano altamente aleatori e talvolta difficilmente utilizzabili ad un estremo e all'altro estremo i metodi patrimoniali semplici, sempre applicabili, ma di limitata razionalità e difficilmente riconducibili ai criteri di una valutazione razionale, ma certamente poco aleatori.

Per supplire al problema del conflitto esistente tra razionalità della valutazione e applicabilità della stessa oltre a strumenti come l'analisi di sensitività e di scenario si sono aggiunti veri e propri modelli matematici di stima come la simulazione Monte Carlo finalizzata a trasformare il grado di incertezza della simulazione stessa in una certezza soggettiva.

In questo caso individuata la metodologia da applicare viene definito il campo di oscillazione e la distribuzione delle probabilità soggettive di ogni singola variabile. quindi vengono selezionate casualmente le diverse variabili e calcolato il valore dei capitali economici. E' chiaro che per motivi legati alla complessità e alla necessità di utilizzare strumenti adeguati per operare queste stime un metodo

simile è applicabile solo in alcuni casi. Per questa ragione non sono accantonabili nella prassi valutativa i metodi tradizionali e i relativi problemi.

### **3. Incertezze e pregiudizi nel processo di valutazione**

Valutare un'azienda vuol dire cercare di prevedere il futuro e l'unico modo per farlo è basarsi sulle migliori stime che possiamo fare utilizzando tutte le informazioni disponibili.

L'incertezza è l'elemento caratterizzante della valutazione di un'azienda; quest'ultima è in gran parte collegata al probabile modificarsi nel tempo dei fattori endogeni ed esogeni all'azienda oggetto di valutazione. I primi, che sono riconducibili all'incertezza macroeconomica, discendono dall'imprevedibile evolversi del contesto macroeconomico in termini di rialzi o ribassi inaspettati dei tassi d'interesse o, in generale da un andamento dell'economia diverso da quanto atteso. I secondi, firm specific, derivano da performance future dell'impresa migliori o peggiori rispetto alle nostre aspettative con conseguenti flussi di reddito o di cassa diversi da quelli preventivati in fase di valutazione.

Diversa è l'incidenza di una o l'altra tipologia di fattori a seconda dell'azienda che si va a valutare. Se si tratta di aziende mature, affermate, che operano in settori ciclici quali quelli delle commodities, maggiore sarà l'incidenza dei fattori

macroeconomici; se si stanno valutando aziende giovani, operanti nel settore dell'High-Tech, assumono gran peso anche fattori firm specific.

In qualsiasi processo di valutazione, dalla determinazione del valore di una singola attività fino alla determinazione del valore d'azienda, i valori ottenuti non sono mai dotati di oggettiva certezza poiché gli input utilizzati non sono che delle stime essi stessi.

Negli ultimi anni i metodi di valutazione sono diventati sempre più complessi a seguito dell'evoluzione tecnologica che ha reso possibile effettuare in poco tempo operazioni che in passato richiedevano giornate intere oltre che grazie alla maggiore facilità di accesso alle informazioni.

La maggiore complessità comporta con sé delle conseguenze. Una prima questione da affrontare è il livello di dettaglio e di conseguente approssimazione alla quale si vuole arrivare. Taluni autori<sup>40</sup> sostengono che un elevato livello di dettaglio sebbene, da un lato, consenta di effettuare stime più precise per le singole voci, dall'altro necessita di un maggior numero di input ognuno potenzialmente contenente errori. In ogni caso va tenuta in adeguata considerazione il *trade off* esistente tra i costi connessi a modelli di valutazione dotati di elevata complessità e i benefici derivanti da stime più precise e accurate. Talvolta un eccesso di informazioni può generare negli analisti remore collegati

---

<sup>40</sup> Damodaran A, 2010, *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore.

all'analizzare un eccessivo numero di informazioni considerato che, molto spesso, essi non hanno a disposizione molto tempo da dedicare alla valutazione di una singola azienda.

Con riferimento al ruolo dei pregiudizi nel processo di valutazione, talvolta essi hanno inizio nel momento stesso in cui si sceglie l'azienda da valutare. Gli analisti possono essere influenzati da notizie lette o da pareri di esperti riguardo al valore dell'azienda, dando avvio al proprio processo di valutazione con un'idea già in mente.

I pregiudizi aumentano, poi nella fase di raccolta delle informazioni: gli stessi documenti ufficiali destinati alla pubblicazione contengono un'immagine dell'azienda vista attraverso gli occhi parziali del management i quali possono avere interesse, a seconda dei casi, a dare una rappresentazione dei numeri il più ottimistica possibile o, al contrario, a comprimere i risultati al fine di ridurre il carico impositivo.

Per un gran numero di società è inoltre possibile conoscere il rating degli analisti oltre che le stime del valore dell'impresa espresse dal mercato: valutazioni lontane da valori espressi dal mercato possono rendere gli analisti insicuri in quanto possono riflettere errori di valutazione piuttosto che errori di mercato.

In molte valutazioni esistono anche dei pregiudizi determinati da fattori istituzionali: è stato osservato che gli analisti finanziari preferiscono emettere raccomandazioni di acquisto piuttosto che di vendita poiché hanno maggiore predisposizione a individuare aziende che ritengono sottostimate dal mercato rispetto ad aziende sovrastimate. Tale fenomeno è ricondotto alla difficoltà di acquisire informazioni da imprese per le quali in passato l'analista ha emesso un giudizio di vendita e alla pressione esercitata dai gestori di portafoglio, alcuni dei quali possono avere larghe posizioni sul titolo, o dalla stessa banca d'investimento dell'analista che può avere relazioni con l'azienda da valutare.

Un ulteriore elemento di distorsione delle valutazioni è rappresentato dal sistema di incentivi connesso all'individuazione di società sottovalutate o sopravvalutate laddove la retribuzione degli analisti è connessa alla capacità di individuare aziende che si trovino in tali circostanze.

Ciò in parte spiega il perché solitamente le valutazioni presentano errori al rialzo. L'analisi della trattativa d'acquisto che solitamente è condotta dalla banca d'investimento della società acquirente, può portare a ritenere che la trattativa sia sopra prezzata rifiutando la trattazione o alla verifica che l'accordo ha un senso prendendo l'abbondante provvigione derivante dalla conclusione della trattativa.

Le modalità con cui i pregiudizi sull'impresa si manifestano e si ripercuotono sulla determinazione del valore sono triplici.

Una prima modalità è rappresentata dagli input che decidiamo di utilizzare: ogni volta che viene valutata un'impresa ci si trova a formulare delle ipotesi. Se l'impresa allo stato attuale presenta elevati margini operativi, si può sia formulare l'ipotesi pessimistica che essa ritornerà in futuro verso valori in linea con la media di mercato sia, al contrario, formulare l'ipotesi ottimistica che l'impresa manterrà margini più elevati anche in futuro. Lo scenario prescelto rifletterà i pregiudizi del soggetto valutatore, così come il valore determinato sarà determinato dalla visione mantenuta nel processo di valutazione.

Una seconda manifestazione deriva da manipolazioni ex post, laddove l'analista rivede le ipotesi per ottenere un valore quanto più vicino alle aspettative iniziali.

L'ultima modalità è lasciare il valore inalterato attribuendo la differenza tra il valore ottenuto attraverso i calcoli e il valore che noi pensiamo sia reale a fattori qualitativi quali sinergie o considerazioni strategiche. Ciò accade nelle acquisizioni, quando gli analisti sono chiamati a giustificare ciò che è di difficile giustificazione. Esempio efficace è quello dei premi e degli sconti: i premi – di controllo o per le sinergie – consentono di giustificare elevati prezzi di acquisizione, mentre gli sconti, di illiquidità o di minoranza, vengono spesso utilizzati nella valutazione di società non quotate laddove è necessario far emergere un valore basso.

Sebbene i pregiudizi non possano essere eliminati in quanto insiti nell'agire umano, esistono diversi modi per mitigarne l'effetto.

1. Ridurre le pressioni istituzionali. Una porzione significativa delle distorsioni nelle valutazioni può essere ricondotta a fattori istituzionali. Affinché gli analisti siano onesti sell-side le istituzioni dovrebbero proteggerli, qualora forniscano raccomandazioni di vendita non solo dalle società per le quali viene fatta la raccomandazione ma anche dai loro stessi gestori di portafoglio.
2. Scollegare la valutazione da meccanismi di remunerazione e incentivi. Ogni processo di valutazione nel quale esiste un incentivo collegato all'esito della valutazione, comporta inevitabilmente una valutazione distorta.
3. Evitare le posizioni ex-ante. I *decision maker* dovrebbero evitare di uscire pubblicamente con una valutazione in merito al valore dell'impresa prima che il processo di valutazione sia terminato. Una società che comunica il prezzo della società target prima che ne sia stata completata la valutazione, mette l'analista nella posizione di dover solo giustificare tale prezzo. In troppi casi la decisione riguardo se un'impresa sia o meno sopravvalutata precede la reale valutazione.

4. Auto-consapevolezza. Un'analista consapevole dei pregiudizi e delle conseguenti distorsioni che può portare nel processo di valutazione, può tenerne conto per cercare di raggiungere una visione più obiettiva possibile dell'impresa oggetto di valutazione.
5. Onestà intellettuale. Sarebbe utile che gli analisti manifestassero apertamente e anticipatamente le proprie opinioni affinché chi rivede l'analisi possa tener conto dei pregiudizi nel controllare le conclusioni.

#### 4. Metodologie valutative in fase di IPO

L'ammissione alla quotazione presso la Borsa italiana è sempre stato tradizionalmente accompagnata dall'attestazione dell'organismo di gestione del mercato del valore delle azioni destinate a entrare nel listino.

Tale attestazione ha origini molto lontane nel tempo: nel 1913 il Regio Decreto n. 1086 sancisce la nascita del certificato peritale, documento redatto dal "Sindacato dei mediatori" destinato a indicare il valore venale dei titoli oggetto di ammissione a quotazione.<sup>41</sup>

In tempi più recenti, con il regolamento di ammissione alla quotazione del 1984, la Consob ha arricchito il contenuto del certificato peritale, prevedendo che

---

<sup>41</sup> Ferrari G.E., Iannuzzi C., (1998), *La valutazione d'azienda e la quotazione in borsa: l'evoluzione delle metodologie valutative adottate ai fini del certificato peritale*, In *La valutazione delle aziende* n. 8, marzo, p 69.

l'indicazione del valore venale fosse integrata da un'analitica relazione illustrativa dei metodi valutativi adottati.

A partire dal primo febbraio 1993, per effetto della legge SIM, il certificato peritale, in precedenza redatto dal Comitato direttivo degli agenti di cambio, veniva emesso dal consiglio di Borsa.

Il prezzo individuato nel certificato peritale, ancorché non vincolante per il collocatore, ha sempre rappresentato di fatto un importante punto di riferimento per il pricing delle offerte pubbliche funzionali alla quotazione.

Dal due gennaio 1998 il certificato peritale ha cessato di esistere. Da tale data, infatti, la Borsa Italiana è gestita da una società privata (Borsa Italiana S.p.A.) che in un nuovo regolamento non richiede più che sia prodotto il certificato peritale. Tale cambiamento è stata la conseguenza del mutato contesto nel quale si trova a operare chi investe nel mercato italiano.

In quegli anni, infatti, in Italia si è assistito a una rapida evoluzione della disciplina dei mercati e dell'intermediazione finanziaria. Questo ha generato un effetto positivo a catena: il miglioramento della regolamentazione, allineatasi nei suoi elementi essenziali a quella dei paesi finanziariamente più evoluti, è stata la premessa per la crescita dell'operatività in Italia dei migliori investitori e intermediari esteri e per la razionalizzazione delle modalità operative adottate da

quelli italiani; si sono incrementati i volumi degli scambi ed è cresciuta l'attenzione degli analisti per le società quotate, o oggetto di collocamento, nel mercato borsistico italiano; è aumentato inoltre l'interesse della stampa, non solo specializzata, per gli eventi nel mondo finanziario.

Le metodologie valutative adottate nei certificati peritali sono mutate nel corso del tempo; è stata operata un'analisi dell'evoluzione di tali metodologie nella speranza di poter dare un contributo al vivace dibattito che ha avuto luogo in Italia circa la scelta del metodo di valutazione da seguire nella valutazione d'azienda<sup>42</sup>.

La scelta del metodo di valutazione comporta, com'è noto, la delicata gestione del *trade-off* tra razionalità e oggettività del metodo. I metodi più razionali sono evidentemente quelli basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati e assorbiti dalla gestione: il valore di un qualsiasi investimento, e quindi anche quelli di un'azienda, dipende in ultima istanza dalla sua capacità di generare flussi finanziari che remunerano il capitale investito. D'altra parte nel caso di investimento in un'azienda, la stima dei flussi finanziari prodotti richiede una serie di ipotesi soggettive del valutatore sull'andamento futuro di diverse variabili chiave (trend del mercato di riferimento e delle quote di mercato, andamento dei

---

<sup>42</sup> Ci si riferisce allo studio di Ferrari e Iannuzzi, *Opera citata*, p. 71.

marginari operativi, del capitale circolante e degli investimenti in attività fisse, evoluzione del tax rate, andamento delle variabili macroeconomiche).

Una parte della dottrina e degli operatori sostiene la superiorità dell'approccio fondato sull'attualizzazione dei flussi di cassa, Discounted cash flow; i metodi alternativi a quelli DCF sono considerati, dai più accesi sostenitori di tale approccio, scorretti sul piano teorico e quindi causa, nella maggior parte dei casi, di risultati ingannevoli.

Esiste poi una parte rilevante, e autorevole, della dottrina che pur riconoscendo la superiorità teorica dei metodi DCF, ritiene che tali metodi, essendo fondati sulla previsione di variabili e scenari futuri necessariamente incerti, lascino un'eccessiva discrezionalità al valutatore, dando quindi luogo, salvo rare eccezioni, a risultati non oggettivi. Di conseguenza, sarebbe più corretto l'utilizzo dei metodi alternativi caratterizzati da un maggior grado di oggettività quali quello reddituale o quello patrimoniale misto con stima autonoma del goodwill.

La scelta del metodo di valutazione in sede di IPO rappresenta un passaggio chiave del processo di quotazione. Taluni studiosi<sup>43</sup>, attraverso la raccolta e la lettura dei prospetti informativi di 194 imprese italiane quotate, hanno analizzato nel periodo 1997-2010 i metodi di valutazione nelle IPO sul mercato borsistico italiano distinguendo tra "metodo principale" e "metodo di controllo".

---

<sup>43</sup> Dell'Acqua A., Gremmo D., (2012), *I metodi di valutazione delle IPO in Italia: analisi ed evoluzione nel periodo 1997-2010*, In *La valutazione delle aziende* n. 62/2012.

Dall'analisi empirica è emersa la mancanza di un approccio predefinito e standard che le imprese adottano in sede di *pricing* pre-IPO: le metodologie adottate, infatti, dipendono più dal ciclo di mercato azionario e dal relativo “opportunità valutativo” degli investitori che non da una prescrizione della dottrina accademica. I risultati dell'indagine mostrano inoltre che nel periodo considerato i metodi di mercato, ed in particolare i multipli, hanno rimpiazzato le metodologie basate sui fondamentali come criterio principale.

Nel corso dei quattordici anni analizzati il metodo dei multipli è risultato il più frequentemente utilizzato sia in termini assoluti (considerando contemporaneamente metodi principali e di controllo) sia con riferimento ai metodi principali. La frequenza di utilizzo del metodo dei multipli, anno per anno ha seguito una tendenza positivamente correlata con l'andamento dei principali indici di mercato.

Al contrario, negli anni in cui le IPO hanno subito un decremento considerevole e certamente gli *Stock Exchange* internazionali hanno vissuto una deprimente fase di “*bear market*”, il metodo finanziario è tornato ad essere il criterio principale di verifica del valore corrente delle società quotande.

I principali motivi alla base della diffusione dell'utilizzo dei multipli risiedono nel maggior numero di operazioni di *merger & acquisition* e del conseguente incremento di disponibilità di prezzi di riferimento per le transazioni fornite da

*provider* specializzati, nello sviluppo dell'attività di intermediari finanziari e istituzionali che utilizzano i multipli come predominante metodo di valutazione, nel sempre più crescente peso dei beni cosiddetti intangibili e nella maggiore difficoltà di previsione con la quale si interfacciano le metodologie finanziarie<sup>44</sup>. È evidente una sempre più marcata tendenza da parte degli attori coinvolti nel processo valutativo in sede di IPO, all'approccio "*mark-to-market*".

In Italia si è assistito a un progressivo decremento nell'utilizzo dei criteri misti patrimoniali-reddituali che fino al 1993 rappresentavano la metodologia dominante utilizzata ai fini della redazione del certificato peritale<sup>45</sup> e che sono stati rimpiazzati dai metodi reddituali prima, e successivamente dai metodi finanziari<sup>46</sup>.

Il modello misto patrimoniale-reddituale è legato alla valutazione di realtà aziendali operanti in contesti di forte stabilità e caratterizzati da bassa concorrenza (come ad esempio i monopoli e gli oligopoli): questo aspetto porta a ritenere che il valore di imprese in tali contesti possa essere estrapolato partendo dalle loro performance storiche e ipotizzando una continuità, o meglio stabilità, delle stesse nel medio-lungo periodo. Gli ultimi decenni sono stati invece caratterizzati da un profondo cambiamento dal punto di vista sociale ed

---

<sup>44</sup> Guatri, L. (2007), *La qualità delle valutazioni: una metodologia per riconoscere e misurare l'errore*, Università Bocconi.

<sup>45</sup> Ferrari G., Iannuzzi C., (1998), *Opera citata*, In La valutazione delle aziende n.8.

<sup>46</sup> Più nel dettaglio i metodi reddituali sono risultati i più diffusi fino al 1995, quelli finanziari negli anni successivi (Ferrari, 1998).

economico, causato, tra l'altro, dalle privatizzazioni di grandi imprese pubbliche e da interventi volti alla liberalizzazione del settore delle *public utilities*.

Questi eventi hanno modificato la configurazione di molti settori, dando impulso ad una maggiore concorrenza, accrescendo di conseguenza l'importanza delle evoluzioni future delle imprese e della qualità degli investimenti effettuati e implicando una migrazione ad un approccio valutativo, come quello finanziario, in grado di considerare in modo corretto e dinamico questi cambiamenti strutturali del tessuto imprenditoriale ed economico di riferimento.

I metodi come l'EVA siano stati più frequentemente utilizzati in ambito di misurazione e incentivazione della performance manageriale che nella determinazione del prezzo di quotazione in fase di IPO.

Probabilmente dopo un periodo di "moda manageriale" nei primi anni '90, l'EVA ha rivelato tutti i suoi limiti nella reale e corretta implementazione nella valutazione delle aziende. Stessa sorte hanno seguito le metodologie complementari come la *breakup analysis*, la crescita del ROE e gli altri metodi di stima indiretta, i quali hanno caratterizzato il panorama dei metodi di valutazione con una fugace apparenza.

L'analisi dei dati delle IPO italiane, condotta da Dell'Acqua e Gremmo nel periodo 1997-2010, ha evidenziato una relazione molto forte tra il metodo di

valutazione adottato dalla società e la fase del ciclo del mercato azionario di riferimento. È stato osservato che la frequenza di utilizzo dei metodi di mercato è aumentata significativamente in corrispondenza degli anni 2000 e 2007 (momenti di “*bull market*” per prezzi e conseguentemente multipli), mentre tende a decrescere nelle fasi cosiddette “*bear*”. Nel corso di queste ultime fasi i multipli sono stati sostituiti esclusivamente dai metodi finanziari (segnatamente dal DCF), che, valorizzando le potenzialità di crescita future dell’azienda quotanda grazie alla metodologia di attualizzazione dei flussi di cassa operativi attesi, riescono ad evidenziare il valore corrente della società prescindendo dalla fase negativa dei mercati e conseguentemente da multipli di borsa espressi fortemente a sconto.

Nelle fasi di mercato cosiddette “*bull*” prevale l’utilizzo di multipli, che meglio traslano sul prezzo di IPO l’euforia *contingent*, rispetto ai metodi finanziari, più utilizzati nelle fasi “*bear*”, in quanto essi trovano il proprio fondamento nelle considerazioni di sviluppo di medio-lungo termine. Non pare esistere, dunque, un approccio standard nel processo di valutazione in sede di IPO, ma esso varia in funzione della fase di mercato e in funzione dell’“opportunità valutativo” degli investitori.

## **Capitolo II: L'impatto dell'adozione degli IAS/IFRS sulla qualità, comparabilità e significatività delle informazioni di bilancio**

### **1. Norme di riferimento per la redazione dei bilanci**

L'adozione dei principi contabili internazionali da parte di società italiane è in alcuni casi un obbligo, in altri una facoltà e, in altri ancora, è preclusa. Il regolamento dell'Unione Europea n. 1606 del 19 luglio 2002 stabilisce che, a partire dal 1° gennaio 2005, le società soggette al diritto di uno Stato membro con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di un qualsiasi Stato membro debbono redigere il bilancio consolidato utilizzando i principi contabili internazionali (art. 4). Poiché il regolamento è direttamente applicabile in ciascuno degli Stati dell'Unione, senza bisogno di alcun atto di recepimento da parte dei legislatori dei singoli Paesi, quanto sopra riportato ha un evidente impatto sulle società soggette al diritto italiano. Nello stesso regolamento 1606/2002 è stata inserita un'opzione, che prevede la possibilità che gli Stati membri consentano o prescrivano alle società di cui all'art. 4 di redigere i loro bilanci in conformità ai principi contabili internazionali. Inoltre, sempre su iniziativa degli organi competenti a livello nazionale, anche alle società diverse da quelle di cui all'art. 4 può essere consentito o imposto di redigere il bilancio d'esercizio e/o il consolidato in ossequio ai principi citati.

Il legislatore italiano con l'art. 25 della legge 31 ottobre 2003, n. 306 (legge comunitaria 2003) ha delegato il Governo a rendere effettiva nel nostro Paese tale

opzione. Il successivo D.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38 ha stabilito che i principi contabili internazionali debbono essere utilizzati: 1. dalle società quotate<sup>47</sup> diverse dalle imprese di assicurazione per la redazione del bilancio d'esercizio; 2. dalle società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico (art. 116 TUF5) per il bilancio d'esercizio e consolidato; 3. dalle banche italiane e dagli intermediari finanziari sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia per il bilancio d'esercizio e consolidato; 4. dalle imprese di assicurazione per la redazione del bilancio consolidato. Per quanto riguarda il bilancio d'esercizio delle assicurazioni, vi è l'obbligo di utilizzare i principi contabili internazionali solo e unicamente nel caso in cui si tratti di assicurazioni quotate non tenute alla redazione del consolidato.

Per il bilancio consolidato l'obbligo scatta a partire dall'esercizio chiuso o in corso al 31 dicembre 2005, per il bilancio d'esercizio dall'esercizio chiuso o in corso al 31 dicembre 2006. È data la facoltà di redigere il bilancio d'esercizio 2005 secondo i principi contabili internazionali a tutti i soggetti precedentemente elencati ad eccezione delle imprese di assicurazione. Ai sensi del decreto legislativo citato hanno, invece, la facoltà e non l'obbligo di utilizzare nel bilancio consolidato i principi contabili internazionali tutte le società non quotate diverse dalle precedenti e diverse dai soggetti che possono redigere il bilancio in

---

<sup>47</sup> Con il termine "quotate" si intende fare riferimento, ai sensi del D.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, a "società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati di qualsiasi Stato membro della Unione Europea". 5 D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza).

forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435 c.c. Con riferimento a tale insieme la facoltà di redigere il bilancio d'esercizio e/o il consolidato è prevista a partire dal 2005 con le seguenti eccezioni:

1. le società che redigono il consolidato, diverse da quelle obbligate all'applicazione dei principi contabili internazionali e dalle società incluse nel consolidato degli stessi e diverse dai soggetti che possono redigere il bilancio in forma abbreviata, sono autorizzate a esercitare la facoltà di redigere il bilancio d'esercizio secondo i principi contabili internazionali solo se esercitano anche la facoltà di redigere il bilancio consolidato secondo gli stessi principi;

2. per quanto riguarda le società che, pur non potendo redigere il bilancio in forma abbreviata, non redigono il consolidato (o non sono parte del consolidato di una delle società obbligate a utilizzare i principi contabili internazionali), esse potranno dal 2005 redigere il bilancio d'esercizio secondo i principi contabili internazionali se controllate da una delle società di cui al punto precedente.

3. le società che non rientrano nelle categorie precedenti, hanno la facoltà dal 2014 di redigere il bilancio di esercizio in conformità ai principi contabili internazionali. Tale punto è stato modificato con la legge 11 agosto 2014, n. 116, mentre in precedenza tale possibilità non esisteva.

Le società che decidono di esercitare la facoltà di utilizzo dei principi contabili internazionali nel bilancio d'esercizio o consolidato non possono revocare tale scelta salvo "circostanze eccezionali, adeguatamente illustrate nella nota integrativa, unitamente all'indicazione degli effetti sulla rappresentazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico.

Le società, invece, che applicano quanto stabilito dal Codice civile (artt. da 2423 a 2435-bis) per la redazione del bilancio d'esercizio di società di capitali e dal D.lgs. 127/1991 per la redazione del bilancio consolidato di società di capitali sono le seguenti:

- le società che possono redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-bis c.c.7;
- le società che non esercitano la facoltà di applicare i principi contabili internazionali ai sensi del D.lgs. 38/2005;
- le società di cui alla lettera g) del D.lgs. 38/2005 per le quali il decreto, pur prevedendo la facoltà di applicare i principi contabili internazionali, subordina la decorrenza di tale facoltà all'emanazione di un decreto da parte del ministro dell'Economia e delle Finanze e del ministro della Giustizia.

### **1.1 I principi contabili internazionali e i principi domestici di redazione del bilancio**

Per quanto riguarda il confronto tra normativa "interna" e principi contabili internazionali sussistono differenze che investono gli stessi obiettivi del bilancio e

la nozione di capitale e reddito posta alla base dello stesso. Il Codice civile (artt. 2423 e ss.) e il D.lgs. 127/1991 privilegiano una nozione di bilancio come strumento volto a garantire l'affidamento dei terzi, per cui il principio di prudenza risulta di fatto sovraordinato agli altri. Secondo i principi contabili internazionali il bilancio può essere considerato come uno strumento grazie al quale i terzi assumono decisioni in campo economico<sup>48</sup> e dove il principio di competenza economica (accanto a quello del *going concern*) costituisce l'assunto di base per la redazione del bilancio<sup>49</sup>. Da ciò chiaramente discendono differenze nella stessa nozione di capitale e reddito posta alla base del bilancio.

Di seguito si illustrano alcuni esempi, al fine di poter apprezzare l'impatto dell'utilizzo dei principi contabili internazionali sul bilancio delle società soggette al diritto italiano.

a. Il principio di prevalenza della sostanza sulla forma è chiaramente enunciato nel Framework dello IASB e trova una delle sue più classiche applicazioni nella contabilizzazione dei beni in leasing finanziario. In estrema sintesi, da un punto di vista formale il contratto di leasing si può ricondurre a un contratto di affitto, ma nell'ipotesi del leasing finanziario si può affermare che la società di leasing detiene la proprietà del bene quale garanzia del prestito erogato alla società che

---

<sup>48</sup> Nel Framework dello IFRS si legge che lo scopo del bilancio è fornire informazioni relative alla situazione patrimoniale, al risultato economico d'esercizio e alla dinamica finanziaria d'impresa che siano utili a un vasto insieme di utilizzatori per le decisioni economiche. Azzali S., 2002, *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Il Sole 24 Ore.

<sup>49</sup> Azzali S., 2002, *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Il Sole 24 Ore.

realmente utilizza il bene e che al termine del contratto diverrà, generalmente, anche la proprietaria dello stesso bene. I principi contabili internazionali impongono alla società utilizzatrice di iscrivere il bene in bilancio, in quanto si tratta di una risorsa economica effettivamente gestita dall'utilizzatrice (IAS 17). In Italia, invece, anche dopo le modifiche apportate dalla cosiddetta riforma del diritto societario (D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6)<sup>50</sup>, il bene in leasing è iscritto nel bilancio della società che legalmente è la proprietaria del bene (società di leasing nell'esempio).

b. Secondo l'impostazione dei principi contabili internazionali il costo storico è uno dei parametri che può essere utilizzato per la misurazione del capitale aziendale e non il parametro di riferimento come nel caso italiano. Questa impostazione è fondata sul disposto della IV Direttiva, la quale ha integrato l'art. 2423-bis c.c. prevedendo che “la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato”, ma prescrivendo, con riferimento al caso in questione, che il bene in leasing continui a essere iscritto nel bilancio della società di leasing tanto è vero che, per consentire a livello comunitario la contabilizzazione di alcune categorie

---

<sup>50</sup> La quale ha integrato l'art. 2423-bis c.c. prevedendo che “la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato”, ma prescrivendo, con riferimento al caso in questione, che il bene in leasing continui a essere iscritto nel bilancio della società di leasing.

di strumenti finanziari a fair value (come disposto peraltro dai principi internazionali), il legislatore comunitario ha dovuto approvare la direttiva n. 65 del 27 settembre 2001, che modifica la IV e la VII Direttiva sui conti annuali e consolidati, prescrivendo agli Stati membri di autorizzare o imporre a tutte le società, o a talune categorie di società, la valutazione a fair value degli strumenti finanziari, detenuti a scopo di negoziazione o disponibili per la vendita. Il recepimento nel nostro ordinamento è avvenuto con il D.lgs. 30 dicembre 2003, n. 394, il quale si è limitato a prescrivere, con riferimento a quanto sopra, alcune informazioni da fornire nella nota integrativa e nella relazione sulla gestione, non modificando i criteri di valutazione da utilizzare per la redazione del bilancio. Inoltre, secondo i principi contabili internazionali la valutazione a fair value dovrebbe interessare anche, per esempio, gli immobili detenuti a scopo di investimento (IAS 40 – che prevede anche, in alternativa, la valutazione al costo) o essere utilizzata in alcuni settori quali quello agricolo con riferimento alle attività biologiche e ai prodotti agricoli al momento del raccolto (IAS 41). Anche lo IAS 16 con riferimento alle immobilizzazioni materiali e lo IAS 38 per le immateriali permettono la rivalutazione per allineare il valore al fair value alla data di riferimento del bilancio. Tale possibilità, non è attualmente prevista dal nostro ordinamento, in cui la rivalutazione può essere operata unicamente sulla base di una legge speciale.

c. Gli IAS sono molto più restrittivi rispetto a quanto previsto nel nostro Paese sull'iscrivibilità tra le immobilizzazioni immateriali di talune classi di costo. Lo IAS 38, in linea generale, per l'iscrivibilità a bilancio di un'attività immateriale richiede che essa sia identificabile, controllata in conseguenza di eventi passati e che dalla stessa siano attesi benefici economici futuri (IAS 38, par. 8). Per le imprese italiane che adottano per la prima volta gli IAS nel proprio bilancio è necessario generalmente stornare dalle immobilizzazioni immateriali i costi di impianto e ampliamento, le spese di ricerca, i costi di start-up e pubblicità (OIC, 2005).

d. L'importo del trattamento di fine rapporto da iscrivere in bilancio, secondo quanto stabilito dalla legislazione nazionale, è pari all'importo delle indennità di fine rapporto di lavoro dipendente che l'impresa dovrebbe erogare nell'ipotesi in cui tutti i dipendenti cessassero di prestare la propria opera l'ultimo giorno dell'esercizio cui il bilancio si riferisce. Secondo i principi contabili internazionali tale modalità di contabilizzazione non è corretta, ma il TFR va considerato come qualsiasi altro fondo pensione ed esposto a bilancio al valore attuale delle indennità di futura erogazione. In termini assai generali ciò significa stimare, per esempio, quando i dipendenti smetteranno di prestare la loro opera in una determinata società, l'importo dell'indennità che allora sarà loro dovuto (che dipende, tra l'altro, dall'anzianità aziendale e dall'ammontare delle retribuzioni

annue che sono state erogate al singolo dipendente) e attualizzare alla data di redazione del bilancio tale flusso. A evidenza si tratta di impostare un complesso calcolo attuariale, ben diverso dalla semplice somma delle indennità dovute alla data di chiusura del bilancio.

## **1.2 Tendenze evolutive**

Il regolamento comunitario 1606/2002 ha introdotto la necessità per tutti i Paesi facenti parte dell'Unione di confrontarsi con i principi contabili internazionali. Un numero sempre crescente d'impresе nazionali hanno avuto o avranno la necessità di familiarizzare con un corpus di principi contabili piuttosto differente rispetto, per esempio, a quelli italiani che inoltre è in continua evoluzione.

Come già illustrato, la Direttiva 2003/51/CE, che modifica il contenuto della IV e VII Direttiva sui conti annuali delle imprese, ha tra i suoi scopi quello di “aggiornare la struttura fondamentale delle direttive contabili in modo che esse offrano un quadro in linea con la prassi moderna e sufficientemente flessibile per adeguarsi agli sviluppi futuri dei principi contabili internazionali. In tal modo si vuole arrivare a ottenere un'omogeneità di fondo del sistema europeo dell'informativa economico-finanziaria, tale da rendere agevole la transizione ai principi contabili internazionali anche per i soggetti che direttamente non sono obbligati alla loro osservanza. “Le direttive modificate costituiranno il fondamento del generale ri-orientamento della normazione contabile delle

imprese [che non applicano i principi contabili internazionali] verso principi coerenti con quelli adottati dalle imprese [che li applicano]”<sup>51</sup>. La Direttiva 2003/51/CE prevede, tra l’altro, la possibilità che i singoli Stati membri possano consentire o prescrivere l’utilizzo di schemi di bilancio diversi da quelli stabiliti dalle direttive (per esempio, gli schemi suggeriti dagli IAS/IFRS) e prescrive che sia consentita la rivalutazione delle immobilizzazioni, aprendo così la possibilità di utilizzo del fair value anche nei bilanci non redatti in ottemperanza agli IAS/IFRS. Però, come già scritto, la Direttiva 2003/51/CE è stata solo parzialmente recepita nel nostro Paese: quanto previsto in tema di prospetti e valutazione di bilancio non è divenuto legge. Quindi, la norma nazionale, di fatto, non rende ancora possibile l’adozione, per via indiretta, dei principi contabili internazionali.

A livello comunitario, il Consiglio europeo dell’8 e 9 marzo 2007 aveva sottolineato l’importanza di ridurre gli oneri amministrativi per stimolare l’economia europea.

Il 14 marzo 2012 è stata emanata la Direttiva 2012/6/UE che prevede la possibilità che gli Stati membri richiedano informazioni economico- finanziarie semplificate per le microentità, vale a dire le società che non superino due dei tre seguenti limiti: totale dello stato patrimoniale 350.000 euro; importo netto del

---

<sup>51</sup> Provasoli, A. (2003), La modifica alla disciplina del bilancio ai principi contabili internazionali IAS/IFRS, *Rivista dei dottori commercialisti*, (3), pp 497 e ss.

volume d'affari 700.000 euro; numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio 10. Negli anni più recenti, lo IASB ha lavorato al fine di estendere l'ambito di applicazione dei principi contabili internazionali. Il 9 luglio 2009 ha pubblicato i principi contabili per le piccole-medie imprese (SME: small and medium entities), come risultato di un progetto quinquennale. Rispetto alla versione "ordinaria/estesa" degli IAS/IFRS, i principi sono stati semplificati e alcuni item non rilevanti per tali realtà sono stati eliminati. La revisione dei principi contabili internazionali per le piccole-medie imprese è prevista ogni tre anni: a fine nel 2012 è stato avviato il primo processo di revisione che ha portato il 3 Ottobre 2013 alla pubblicazione di una bozza di modifiche a tali principi; la data del 3 Marzo 2014 è stata fissata come scadenza per la ricezione di commenti in merito. Ciò al fine di consentire entro il primo semestre del 2015 l'emanazione dei principi "rivisti" per le SME. Lo IASB sta, inoltre, portando avanti progetti congiunti con lo standard setter americano (FASB: Financial Accounting Standard Board), l'organismo responsabile della statuizione dei principi contabili statunitensi. Ciò in quanto i principi contabili americani sono l'unico altro set di principi contabili cui viene riconosciuta valenza internazionale. I due sistemi (principi contabili internazionali e principi americani) sono basati su una filosofia di fondo molto diversa, l'una definita principle based, l'altra rule based, ma sempre più gli organismi incaricati della statuizione (IASB e FASB) cercano di lavorare congiuntamente in modo da adottare decisioni compatibili. I principi

contabili internazionali sono attualmente adottati in tutto o in parte da diversi Paesi extracomunitari, quali Argentina, Brasile, Canada, Messico, Russia, Australia e Sud Africa. Tutto ciò porta ad osservare un movimento di lenta convergenza, a livello mondiale, verso principi contabili uniformi. In tale quadro di riferimento, l'opzione per alcune società italiane di adottare un set di principi che gode di un vasto consenso internazionale, ma presenta ancora marcate differenze con la normativa "interna" - che deve essere applicata dai soggetti diversi da quelli obbligati all'adozione degli IAS/IFRS, oppure da quelle società che decidono di non impiegare o non possono utilizzare gli standard internazionali costituisce, senza dubbio, una scelta non scontata.

Ultima evoluzione che ha riguardato la normativa in tema di bilanci, è stata la legge 11 agosto 2014, n. 116, che ha dato la possibilità a tutte le società, per cui tale facoltà non è stata espressamente negata, di redigere, a partire dal 2014, il bilancio d'esercizio in conformità ai principi contabili internazionali.

Si percepisce quindi una netta intenzione del Legislatore di estendere per quanto possibile l'adozione dei principi contabili internazionali. Ciò accade specialmente per il bilancio consolidato che trascina con sé la conseguenza di redigere secondo le regole IASB anche i bilanci delle imprese che sono incluse in un bilancio

consolidato IAS/IFRS, in modo da evitare costose quanto problematiche riconversioni<sup>52</sup>.

## **2. Rassegna degli studi condotti con riferimento ai principi contabili internazionali**

L'introduzione obbligatoria dei principi contabili internazionali nell'Unione Europea a partire del 2005 è considerata una delle più importanti “rivoluzioni” in tema di accounting degli ultimi decenni. Non stupisce, quindi, che tale fenomeno abbia suscitato grande interesse da parte della dottrina nazionale ed internazionale anche in risposta a stimoli provenienti da fonti diverse: imprenditoriali, professionali e legislative. Scopo del presente capitolo è quello di fornire una “panoramica” sulla letteratura sviluppata sul tema degli IAS/IFRS, privilegiando, ove possibile, i contributi più recenti, allo scopo di fornire al lettore il quadro più aggiornato possibile rispetto al momento della redazione del presente lavoro.

### **2.1 Studi sulle determinanti alla base dell'adozione dei principi contabili internazionali**

A partire dal 2005 l'adozione dei principi contabili internazionali è divenuta obbligatoria all'interno dell'Unione Europea per le società nei confronti delle quali esistono maggiori esigenze informative (principalmente società quotate). Esistono, tuttavia, anche casi di adozione volontaria dei principi contabili

---

<sup>52</sup> Quagli, A. (2015), *Bilancio di esercizio e principi contabili: Settima edizione*(Vol. 5), Giappichelli Editore.

internazionali. In particolare, alcune società nei diversi Paesi dell'Unione hanno deciso, ove consentito, di redigere il proprio bilancio secondo gli IAS/IFRS prima del 2005 (e cioè prima che il passaggio a principi contabili internazionali divenisse obbligatorio). In letteratura, tali società vengono definite *early adopter*<sup>18</sup>. Caso diverso di adozione volontaria degli IAS/IFRS è costituito dalle società non quotate che, nei Paesi membri ove consentito, possono scegliere di redigere il proprio bilancio secondo gli IAS/IFRS o secondo i principi contabili nazionali. La maggior parte della letteratura (soprattutto internazionale) si è soffermata sulla prima categoria di adozione volontaria (*early adopter*). Solo in tempi più recenti alcuni studi hanno iniziato ad analizzare i casi di adozione volontaria da parte delle società non quotate, soprattutto considerando il ruolo di primaria importanza che tali società rivestono nella maggior parte delle economie internazionali. Di seguito, si propone una classificazione sintetica dei fattori che nella letteratura sono risultati determinanti per la scelta dell'adozione preventiva (prima del 2005).

I fattori che sono indicati come i più rilevanti nello spiegare la scelta di adottare gli IAS/IFRS sono i seguenti:

- Quotazione in borsa - Diversi studi dimostrano che il livello di disclosure (Cooke, 1992; Meek et al., 1995) e la probabilità di utilizzare i principi contabili internazionali (El-Gazzar et al., 1999;

Murphy, 1999; Ashbaugh, 2001) sono correlati positivamente con il numero di mercati presso cui una società è quotata: la quotazione in diversi mercati, infatti, determina una maggiore pressione sulla quantità e la qualità dell'informativa che deve essere fornita da una società e che diviene, quindi, un fattore che influenza positivamente la scelta di adottare i principi contabili internazionali.

- Grado di internazionalizzazione delle operazioni - Generalmente le società con un maggior grado di internazionalizzazione sono quelle che maggiormente beneficiano di un più alto livello di comparabilità dell'informazione; inoltre, tali società presentano solitamente anche una compagine proprietaria più eterogenea e, conseguentemente, sono maggiormente inclini ad adottare gli IAS/IFRS (Dumontier e Raffournier, 1998; Murphy, 1999; El-Gazzar et al., 1999; Francis et al., 2008).
- Fattori “domestici” specifici - Anche alcuni aspetti istituzionali particolari e diversi da Paese a Paese possono influenzare la scelta di adottare i principi contabili internazionali. Ashbaugh (2001) ha riscontrato che le società residenti in Paesi con principi contabili nazionali molto diversi (o di qualità “inferiore”) rispetto a quelli internazionali sono anche le società che con maggior probabilità

adottano gli IAS/IFRS con l'obiettivo di migliorare la qualità dei propri bilanci.

- Corporate governance - Il livello di indebitamento e quello di concentrazione della proprietà sono considerati proxy della struttura di governance e la letteratura in oggetto dimostra che entrambe sono negativamente correlate all'adozione dei principi contabili internazionali. In particolare, El-Gazzar et al. (1999) hanno riscontrato una relazione negativa tra il debt-to-equity ratio e la probabilità di adesione agli IAS/IFRS, mentre Dumontier e Raffournier (1998) hanno mostrato che le società svizzere IAS adopter hanno una proprietà più dispersa di quelle che impiegano i principi contabili nazionali.
- Dimensioni - Numerose ricerche dimostrano che, in generale, le società che adottano gli IAS/IFRS hanno dimensioni maggiori di quelle che scelgono di continuare ad impiegare i principi contabili nazionali. Le società più grandi, infatti, forniscono, in media, un maggior livello di qualità della disclosure agli stakeholder principalmente per due motivi: da un lato, il costo dell'informativa pubblica tende a diminuire all'aumentare delle dimensioni della società, dall'altro lato un elevato livello di disclosure è necessario ai numerosi analisti e alla dispersa compagine azionaria che

generalmente caratterizzano le società più grandi (Cooke, 1992; Lang e Lundholm, 1993; Meek et al., 1995; Zarzeski, 1996; Ashbaugh, 2001).

Alcuni studi più recenti (Cuijpers e Buijink, 2005; Gassen e Sellhorn, 2006) confermano i risultati finora esposti, ovvero che le principali determinanti positivamente correlate con l'adozione degli IAS/IFRS sono la quotazione della società presso uno o più listini internazionali, il livello di internazionalizzazione e la dimensione della società stessa. I risultati di Cuijpers e Buijink (2005), in particolare, dimostrano anche che le società che scelgono di adottare gli IAS/IFRS risiedono principalmente nei Paesi con minore qualità dell'informativa finanziaria. Con riferimento all'adozione volontaria da parte delle società non quotate (e non soggette, quindi, all'obbligo di adottare gli IAS/IFRS, ad eccezione di alcuni Paesi), gli studi empirici sono relativamente meno frequenti.

Francis et al. (2008) hanno condotto una ricerca su un campione di società appartenenti a 56 Paesi, non quotate e di piccole o medie dimensioni (non obbligate all'adozione dei principi contabili internazionali). Gli autori hanno analizzato due categorie di determinanti per l'adozione degli IFRS: fattori firm-specific (incentivi aziendali specifici delle singole imprese) e fattori country-specific (il contesto istituzionale e l'ambiente contrattuale di ciascun Paese). I risultati della ricerca mostrano, in primo luogo, che l'adesione volontaria ai

principi contabili internazionali è influenzata sia dagli incentivi aziendali volti alla riduzione dell'asimmetria informativa, sia dai fattori istituzionali e dall'ambiente contrattuale. In secondo luogo, gli autori combinano le due categorie di determinanti, analizzando l'importanza relativa dei fattori firmspecific e di quelli country-specific in Paesi con ambienti contrattuali "deboli" (cioè con minore protezione degli investitori) vs Paesi con ambienti contrattuali "forti" (che cioè garantiscono maggiori protezione). Gli incentivi aziendali sono dominanti rispetto ai fattori istituzionali nell'influenzare l'adozione degli IAS/IFRS nei Paesi con ambienti contrattuali più forti, in quanto è maggiormente probabile che l'adozione degli IAS/IFRS produca dei sostanziali vantaggi in presenza di un solido contesto istituzionale. Al contrario, nei Paesi meno sviluppati economicamente e con contesti istituzionali più deboli, i fattori istituzionali diventano dominanti rispetto agli incentivi aziendali nell'influenzare l'adozione degli IAS/IFRS. Un recente studio (Bassemir, 2012) analizza il contesto tedesco per verificare le determinanti dell'adozione volontaria dei principi contabili internazionali da parte di un campione di società non quotate in Germania nel periodo 1998-2009. Lo studio si focalizza in particolare sulle caratteristiche firmspecific e dimostra che fattori come opportunità di crescita, leva finanziaria, ciclo di vita, rating esterno, finanziamento esterno e presenza di un fondo di private equity nella struttura proprietaria influenzano in maniera significativa la probabilità di adozione dei principi IAS/IFRS

## **2.2 Studi sugli effetti dell'adozione dei principi contabili internazionali**

Dopo aver brevemente esposto gli studi aventi ad oggetto le “cause” alla base dell'adozione dei principi contabili internazionali, ci si sofferma, di seguito, sulla parte della letteratura avente ad oggetto gli “effetti” di tale scelta.

Il dibattito accademico sul tema affonda le proprie radici nell'osservazione del ruolo giocato dall'informazione (contabile e non) che le imprese sono tenute a fornire ai propri stakeholder. L'informazione, infatti, riveste almeno due ruoli fondamentali nelle economie di mercato: il primo (ruolo ex-ante), in quanto essa è un utile supporto al processo decisionale degli investitori, consentendo loro di valutare le differenti opportunità di investimento; secondo (ruolo ex-post), in quanto l'informazione consente ai fornitori di capitale di predisporre adeguati meccanismi di governance atti a monitorare l'impiego delle risorse che essi stessi hanno fornito ad un'impresa.

Ex-ante, i manager di una società generalmente possiedono maggiori informazioni sul rendimento delle opportunità di investimento rispetto agli “outsider” (investitori e/o fornitori di capitale), generando una situazione di “asimmetria informativa” che può, potenzialmente, ridurre l'efficienza dei mercati di capitali<sup>53</sup>. Gli squilibri economici indotti dalla presenza di asimmetria

---

<sup>53</sup> Il management della società, disponendo di maggiori informazioni rispetto agli stakeholder esterni, può essere indotto a manipolare gli investimenti al fine di perseguire propri interessi a discapito di quelli degli altri investitori.

informativa sono stati da tempo identificati nell'ambito della letteratura economica (Akerlof, 1970), così come è stata da tempo individuata la relativa soluzione: incrementare la disclosure di informazioni, contabili in particolare (Beyer et al., 2010), allo scopo di migliorare l'efficienza delle transazioni economiche nel mercato.

L'adozione dei principi contabili internazionali, considerati standard di "alta qualità" (Barth et al., 2008) costituisce sicuramente un passo decisivo in tal senso; per questa ragione, la maggior parte della letteratura (nazionale ed internazionale)<sup>54</sup> è dedicata allo studio dell'impatto di tali standard sul funzionamento dei mercati di capitali. Da questo punto di vista, obiettivo principale degli accademici è quello di verificare se i benefici attesi dall'adozione dei principi contabili internazionali siano effettivi o se la transizione abbia determinato, al contrario, costi e livelli di complessità eccessivamente elevati.

In generale, le conseguenze attese derivanti dall'adozione dei principi contabili internazionali possono essere sintetizzate come segue:

---

<sup>54</sup> In Italia, molti accademici e ricercatori si sono focalizzati principalmente sugli aspetti tecnici dei principi contabili internazionali, sulle problematiche interpretative e valutative e, soprattutto, su quelle applicative, cercando di fornire una guida alle imprese che, obbligatoriamente o volontariamente, devono adeguare i propri bilanci agli IAS/IFRS (Nava et al., 2011). Altro aspetto ricorrente negli studi di matrice italiana è il parallelismo tra i principi contabili nazionali e quelli internazionali, probabilmente con lo stesso obiettivo sopra esposto: evidenziare similitudini e differenze che possano essere di supporto all'applicazione dei principi contabili internazionali (Visconti e Renesto, 2009). Infine, diversi autori italiani si sono focalizzati sull'adozione dei principi contabili internazionali da parte delle PMI (Bauer, 2007a, 2007b; Bianchi, 2008; Mezzabotta, 2010).

- a) riduzione dell'asimmetria informativa, grazie al maggior orientamento al mercato e alla maggiore disclosure propri degli IAS/IFRS;
- b) incremento della value relevance dei dati contabili, sempre considerato il maggior orientamento al mercato degli standard internazionali
- c) riduzione del costo del capitale (per effetto di a) e di b))e maggiore comparabilità dei bilanci;
- d) riduzione dell'earnings management e conseguente miglioramento della qualità dei dati di bilancio.

### **2.2.1 Asimmetria informativa**

Parte della letteratura ha voluto testare empiricamente se il passaggio agli IAS/IFRS abbia di fatto ridotto l'asimmetria informativa, misurata generalmente tramite il bid ask spread<sup>55</sup> e/o le previsioni degli analisti. In particolare, l'assunzione testata è quella secondo cui i principi contabili internazionali abbiano determinato una riduzione de bid ask spread e un incremento della qualità delle previsioni degli analisti.

Tale ipotesi è stata effettivamente dimostrata da alcuni studi internazionali (Leuz e Verrecchia, 2000; Ashbaugh e Pincus, 2001).

---

<sup>55</sup> La differenza tra il prezzo più basso a cui un venditore è disposto a vendere un titolo (ask) e il prezzo più alto che un compratore è disposto ad offrire per quel titolo (bid); per questa ragione è spesso usato come misura della liquidità del mercato.

Tuttavia, Dumontier e Maghraoui (2006) dimostrano che la riduzione dello spread è limitata alle società di piccole dimensioni e Cuijpers e Buijink (2005) sottolineano che, per le società che adottano gli IAS/IFRS o gli US GAAP, l'accuratezza delle previsioni degli analisti finanziari è, in realtà, minore rispetto a quelle che impiegano i principi contabili nazionali. Una possibile spiegazione a tali risultati parzialmente contrastanti può poggiare sul ruolo degli incentivi aziendali o dei meccanismi legali e di corporate governance (ad esempio board e comitati più efficaci e più indipendenti) volti a garantire la qualità del reporting delle società (Kothari e Barone, 2011; Verriest et al., 2011). Come spiegato di seguito, infatti, diversi studi hanno dimostrato che l'impatto positivo degli IAS/IFRS in termini di miglioramento della qualità dell'informativa di bilancio sembra, in realtà, essere limitato alle società che hanno maggiori incentivi all'adozione degli stessi (Christensen et al., 2007), come quelle operanti nei Paesi che possiedono già efficaci meccanismi di protezione degli investitori.

### **2.2.2 Value relevance**

Secondo Barth et al. (2001) la value relevance può essere definita come la capacità degli utili di predire i valori di mercato delle azioni. Dal momento che, come esplicitato anche nel Conceptual Framework dei principi contabili internazionali, le informazioni contabili IAS/IFRS dovrebbero avere come principale riferimento proprio i portatori di capitale (attuali e potenziali), ci si

aspetta un impatto positivo in termini di value relevance con il passaggio agli IAS/IFRS. Anche i risultati delle ricerche condotte sulla value relevance dei dati contabili post IAS/IFRS sono, tuttavia, parzialmente contrastanti: mentre alcuni studi documentano che l'adozione degli IAS/IFRS da parte di una società non ha alcun effetto sulla value relevance (Hung e Subramanyam, 2007), altre ricerche documentano una maggiore value relevance dei dati per le società che adottano gli IAS/IFRS rispetto alle società che, invece, non adottano tali standard (Barth et al., 2008; Pavan e Paglietti, 2011).

Bartov et al. (2005), in particolare, dimostrano come la value relevance sia di fatto maggiore per le società che utilizzano gli IAS/IFRS e US GAAP rispetto ai principi nazionali tedeschi (tale risultato non è confermato per le società in perdita).

### **2.2.3 Costo del capitale**

L'introduzione degli IAS/IFRS dovrebbe, dal punto di vista teorico, avere un impatto negativo sul costo del capitale di una impresa (vale a dire ridurlo). Ciò, per due motivi principali (Li, 2010). In primo luogo, tali principi internazionali richiedono, in media, una maggiore disclosure di informazioni finanziarie rispetto alla maggior parte dei principi contabili nazionali (Ashbaugh e Pincus, 2001) e, come dimostrato dalla letteratura precedente (Botosan, 1997; Easley e O'Hara,

2004; Lambert et al., 2007), maggiore informativa è generalmente associata ad una riduzione del costo del capitale.

In secondo luogo, la maggiore comparabilità cross-country indotta dall'utilizzo di un set di principi uniforme dovrebbe anch'essa contribuire alla riduzione del costo del capitale (Armstrong et al., 2010). La riduzione del costo del capitale in seguito all'introduzione dei principi internazionali IAS/IFRS è stata, di fatto, confermata empiricamente da Li (2010). Tale studio, analizzando un campione di circa 1.000 imprese in Europa nel periodo 1995-2006, dimostra come il passaggio (obbligatorio) agli IAS/IFRS abbia ridotto, in media, il costo del capitale di circa 47 punti base. Anche Daske et al. (2008) riscontrano una riduzione del costo del capitale delle imprese quotate in seguito all'introduzione dei principi IAS/IFRS, ma tale effetto è statisticamente significativo solamente nel momento in cui gli autori tengono in considerazione la possibilità che tale effetto abbia luogo prima della data ufficiale di adozione (ossia prima del 2005). Infine, la correlazione negativa tra utilizzo degli IAS/IFRS e costo del capitale trova conferma anche nel lavoro di Lambert et al. (2007) i quali segnalano che maggiore è la qualità delle informazioni fornite da una società (come accade, secondo i risultati della ricerca empirica da loro condotta, quando si adottano gli IFRS), minore è il costo del capitale che questa deve sostenere.

#### **2.2.4 Earnings management**

Con earnings management si intende, nella letteratura internazionale, l'insieme delle politiche di bilancio volte a manipolare, principalmente, il reddito di esercizio (Quagli, 2011)<sup>56</sup>.

Dal momento che i principi contabili IAS/IFRS sono considerati principi di maggiore qualità rispetto alla maggior parte dei principi contabili nazionali (Barth et al., 2008), ci si aspetta un miglioramento della qualità degli utili in seguito al passaggio ai principi contabili internazionali. Una parte rilevante della letteratura nazionale e, soprattutto, internazionale ha voluto testare se tale effetto sia effettivamente dimostrabile empiricamente. Le evidenze ottenute, tuttavia, non sono sempre concordi.

Alcuni studi, infatti, hanno dimostrato un effettivo miglioramento della qualità delle informazioni contabili in termini di minori politiche di earnings management (Barth et al., 2008; Aubert e Grudnitski, 2012; Chen et al., 2010), suggerendo un miglioramento di qualità degli utili presentati in bilancio con il passaggio agli IAS/IFRS.

Barth et al. (2008) hanno elaborato un intero set di misure della qualità degli utili per le società IAS adopter confrontandoli con le medesime misure rilevate in società non IAS adopter e US GAAP adopter, rispettivamente. I risultati

---

<sup>56</sup> Come sottolineato da Quagli (2011), tuttavia, con l'espressione earnings management la letteratura internazionale intende più generalmente l'insieme delle politiche di bilancio volte ad ottenere un beneficio privato, non necessariamente finalizzato, quindi, esclusivamente alla manipolazione del reddito di esercizio.

suggeriscono che la qualità dell'informativa contabile redatta secondo gli IAS/IFRS è effettivamente maggiore dell'informativa contabile redatta secondo GAAP locali, ma minore rispetto ai dati contabili ex US GAAP. Altri studi, tuttavia, in contrasto con quanto sopra, rivelano maggiori attività di earnings smoothing<sup>57</sup> (per ridurre la volatilità dei risultati) ed una riduzione della timely loss recognition, ovvero della tempestività con cui gli accadimenti che determinano perdite probabili vengono registrati per le società che utilizzano gli IAS/IFRS<sup>58</sup>. Tale evidenze empiriche suggerirebbero, dunque, che, in alcuni casi l'adozione dei principi contabili internazionali da parte delle società italiane l'earnings management si intensifichi per effetto della maggiore discrezionalità concessa al management da parte dei principi contabili

---

<sup>57</sup> Per earnings smoothing si intende una particolare politica di bilancio finalizzata a minimizzare la volatilità del reddito, solitamente percepita dai mercati finanziari come sintomo di rischio aziendale (Quagli, 2011).

<sup>58</sup> La timely loss recognition è una misura adottata in letteratura per misurare il più generico concetto di "conditional conservatism", intesa come misura della diversa "velocità" con cui eventi negativi vengono incorporati negli utili di bilancio in confronto agli eventi positivi. Dal momento che tale aspetto è considerato di cruciale importanza ai fini contrattuali (Ball e Shivakumar, 2008; Watts, 2003), molti studi hanno utilizzato il conditional conservatism (misurato, appunto, tramite timely loss recognition) come misura di qualità degli utili. In particolare, a partire dal modello sviluppato originariamente da Basu (1997), tali studi (Ruddock et al., 2006; Kim et al., 2003) assumono che maggiore è la velocità con cui eventi negativi sono incorporati negli utili di bilancio, migliore è la qualità degli earnings.

internazionali rispetto a quelli locali (Chen et al., 2010<sup>59</sup>; Jeanjean e Stolowy, 2008<sup>60</sup>; Ricciardi, 2009; Callao e Jarnea, 2010; Paglietti, 2009).

Come affermato anche da Quagli (2011), tali ultimi risultati potrebbero essere giustificati considerando una delle principali caratteristiche degli IAS/IFRS, ossia l'essere standard principle based. Con tale espressione si intende un corpo di principi contabili "centrato maggiormente sulla definizione di generali principi in materia di bilancio e non come elenco dettagliato di regole": i principle based standard richiedono, quindi, l'esercizio di una significativa discrezionalità applicativa da parte del management della società che, se utilizzata per finalità contrastanti con quelle degli shareholder, potrebbe potenzialmente ridurre la qualità dell'informativa contabile. Infine, alcuni studi hanno dimostrato come il mero cambiamento del set di principi contabili non abbia, di fatto, influenzato la qualità degli utili di bilancio. Impiegando un campione di società tedesche, Van Tendeloo e Vanstraelen (2005) e Goncharov e Zimmermann (2006) non ottengono risultati significativi a supporto della tesi secondo cui l'adozione degli IAS riduca il livello di earnings management (confrontando le società IAS adopter con quelle German GAAP adopter).

---

<sup>59</sup> Chen et al. (2010) ottengono, di fatto, risultati contrastanti all'interno dello stesso studio. Gli autori, infatti, dimostrano che, sebbene la maggior parte delle misure di qualità degli utili mostrino segni di miglioramento in seguito all'adozione dei principi contabili internazionali (in termini, ad esempio, di minor livello di accruals discrezionali e minore probabilità di raggiungere target predefiniti) allo stesso tempo l'earnings smoothing aumenta e la timely loss recognition diminuisce con gli IAS/IFRS.

<sup>60</sup> In particolare, gli autori dimostrano un incremento delle politiche di manipolazione degli utili in seguito al passaggio agli IAS/IFRS in Francia, mentre nessun impatto significativo è stato evidenziato in UK ed Australia.

Dall'analisi della letteratura empirica sugli impatti economici determinati dall'adozione dei principi IAS/IFRS, si potrebbe, quindi, concludere che la condivisione a livello internazionale dei medesimi standard contabili non sembra essere una condizione sufficiente a creare un linguaggio comune e non ha avuto sempre effetti uniformi: come accennato anche da Soderstrom e Sun (2007), gli incentivi a favore del management e i fattori istituzionali, economici e politici giocano un ruolo importante nel plasmare le caratteristiche e l'affidabilità dell'informativa finanziaria e lo IASB, la SEC e la Commissione Europea dovrebbero indirizzare i loro sforzi anche all'armonizzazione di tali incentivi e dei fattori istituzionali e non soltanto all'armonizzazione dei principi contabili stessi (Jeanjean e Stolowy, 2008; Ball et al., 2003; Leuz et al., 2003; Ball e Shivakumar, 2005; Lang et al., 2006; Burgstahler et al., 2006; Narktabtee e Patpanichchot, 2011).

Alla luce di queste osservazioni, gli studi più recenti si sono, in effetti, soffermati sul ruolo degli incentivi nella transizione ai principi contabili internazionali. In particolare, la letteratura distingue tra i cd "label" adopter, ossia società che aderiscono ai principi contabili internazionali senza determinare dei cambiamenti effettivi nelle loro politiche di reporting, e società cosiddette "serious" adopter, che, al contrario, adottano rigorosamente gli IAS/IFRS con l'impegno di migliorare la trasparenza della propria informativa (Ball, 2006).

Come dimostrato dagli studi empirici, il mercato è in grado di distinguere tra “label” e “serious” adopter.

Leuz e Verrecchia (2000) e Lambert et al. (2007) rilevano che nel caso di serious adoption i benefici degli IAS/IFRS sono effettivi e rilevanti in termini di riduzione dell’asimmetria informativa, dell’incertezza e del rischio percepito, con conseguente riduzione del costo del capitale e maggiore liquidità. Tali benefici non sono, invece, riscontrabili nel caso di label adoption. Questa distinzione potrebbe quindi spiegare i risultati contrastanti ottenuti in letteratura relativamente all’impatto dell’introduzione dei principi contabili internazionali sul mercato.

In mancanza di incentivi reali a fornire un’informativa di elevata qualità al mercato, il mero passaggio a principi contabili ritenuti di alta qualità non risulta sufficiente ad incrementare la qualità del financial reporting. Inoltre, come spiega in modo chiaro il gruppo di studio e attenzione dell’Accademia Italiana di Economia Aziendale (2007), “la presenza rilevante di ambiti domestici plurimi, ancora caratterizzati da tipici contesti ambientali, produttivi e di mercato potrà richiedere linguaggi contabili specifici più espressivi delle individualità”. In altre parole, “globalizzazione” può non significare “standardizzazione” del processo economico e produttivo delle aziende né “omogeneizzazione” dei contesti.

Non si può trascurare il fatto che le soluzioni proposte dallo IASB, nonostante la loro apparente “neutrale” natura internazionale, siano fortemente influenzate dai pronunciamenti provenienti dal FASB e che il contesto economico, sociale e culturale degli Stati Uniti sia alquanto differente rispetto a quello presente nell’Europa continentale (e in particolare in Italia).

Da questo punto di vista, Potito e Tartaglia (2010) sottolineano che l’introduzione dei principi contabili internazionali è avvenuta, almeno in Italia, probabilmente in maniera troppo rapida, in assenza di un condiviso schema concettuale necessario a fornire coerenza e base sistematica agli standard.

In Italia, inoltre, paese civil law, hanno trovato applicazione regole e standard derivanti da ambienti culturali tipicamente common law (come l’UK) e che ora acquisiscono la valenza di legge senza considerare, spesso, altre sostanziali differenze che derivano dal nostro tipico modello d’impresa (a proprietà concentrata e non public company), dalla limitata dimensione e dallo scarso sviluppo dei mercati finanziari, nonché dalle modalità di finanziamento tipiche delle imprese italiane (prevalente ricorso al credito bancario).

Il nuovo sistema introduce criteri nuovi nell’iscrivibilità di molte componenti di bilancio e cambiamenti complessi nei criteri di valutazione, mettendo in discussione paradigmi consolidati senza aver concesso, spesso, tempo sufficiente

per l'apprendimento e l'assimilazione del nuovo ambito concettuale e delle tecniche applicative<sup>61</sup>.

### **2.2.5 Studi in tema di fair value**

Un tema particolarmente ricorrente in letteratura con riferimento ai principi contabili internazionali fa riferimento all'utilizzo del "fair value".

Lo IASB ha pubblicato, in data 12 Maggio 2011, il principio IFRS 13 – Fair Value Measurement. Tale principio, entrato in vigore dal 1 Gennaio 2013, raccoglie l'intera disciplina relativa al fair value, fornendone una definizione univoca. Si tratta di uno passo importante, che consente di riconoscere come il fair value vada inteso come uno dei principi generali di valutazione, da usare come guida di riferimento nell'applicazione degli altri criteri (Del Pozzo, 2007). L'utilizzo del fair value non è tuttavia esente da critiche, sia a livello nazionale che internazionale.

Infatti, alcuni esponenti della dottrina e della comunità finanziaria ritengono che il suo utilizzo non soddisfi le aspettative di imparzialità ed oggettività che ne

---

<sup>61</sup> Infine, si segnalano le ricerche condotte in Italia sull'impatto degli IAS/IFRS sui sistemi di controllo interno delle società aderenti agli standard internazionali (Bartolacci, 2008; Modina et al., 2010; Cantele e Guerrini, 2011). L'adozione degli IAS/IFRS è un cambiamento pervasivo che attraversa l'intera organizzazione: revisione del sistema gestionale interno, modifiche al sistema di remunerazione, eventuale rinegoziazione delle politiche dei prezzi di trasferimento, cambiamento delle modalità di relazione con l'ambiente esterno di riferimento (soprattutto la comunità finanziaria), riconfigurazione dei meccanismi di raccolta, elaborazione, gestione e diffusione delle informazioni (Tettamanzi, 2008). Si è rilevato, in generale, un graduale adattamento dei meccanismi di controllo, con lo scopo di gestire in maniera non drastica la transizione agli IAS/IFRS e questo spiega perché non siano stati riscontrati impatti significativi su aspetti come la struttura organizzativa o i sistemi di controllo manageriali.

hanno costituito il primario motivo di scelta e tale insoddisfazione ha raggiunto l'apice nell'ambito della recente crisi finanziaria.

Come suggerito da Potito e Tartaglia (2010) si possono individuare sostanzialmente due fondamentali orientamenti di pensiero contrapposti sul tema. Un primo filone di pensiero assegna al fair value un ruolo decisivo nel palesarsi della crisi finanziaria. In particolare, l'utilizzo del fair value nel valutare parte delle voci patrimoniali ha consentito agli operatori del sistema di avvedersi della crisi in tempi più rapidi rispetto a quanto sarebbe, invece, stato possibile qualora la valutazione delle stesse voci fosse stata effettuata a costo storico. Un secondo e opposto filone di pensiero, invece, vede nell'impiego dei valori correnti nei bilanci d'esercizio un fattore di propagazione della crisi stessa.

Di fatto, i principi contabili internazionali limitano il riferimento al fair value alle sole voci per cui l'ipotesi di buona approssimazione dei mercati alle ipotesi di perfezione sia maggiormente fondata<sup>62</sup>. Chiaramente, tale ipotesi è rispettata principalmente in riferimento agli strumenti finanziari, motivo per cui il principio del fair value è stato, di fatto, applicato maggiormente nel settore finanziario. Di conseguenza, al manifestarsi delle turbolenze di mercato, i bilanci degli intermediari finanziari sono stati esposti a forte fluttuazione dei valori, incidendo negativamente sulla loro rischiosità percepita e sulla capacità di reperire risorse

---

<sup>62</sup> Kaserer C., Kingler C. (2008), "The Accrual Anomaly under Different Accounting Standard – Lesson from the German Experiment", *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, pp 837 e ss.

sui mercati. Conseguentemente, ne hanno risentito negativamente anche le aziende in quanto l'incapacità di raccogliere risorse a basso costo ha portato ad una riduzione nei finanziamenti erogati alle imprese, che, quindi, hanno visto peggiorare il proprio equilibrio finanziario prima ed economico poi (a causa dell'impossibilità di effettuare investimenti). Inoltre, il peggioramento della situazione economico-finanziaria delle imprese ha impattato negativamente sugli attivi bancari, riducendo ulteriormente la loro capacità di raccolta e di impiego ed andando ad incrementare, quindi, una spirale negativa destinata necessariamente ad autoalimentarsi. Proprio in ragione di ciò, alcuni autori hanno identificato quale uno dei limiti principali del fair value la sua pro-ciclicità, ossia il fatto che gli effetti positivi e gli effetti negativi legati al ciclo economico risultino amplificati dalle modalità con cui le voci contabili vengono registrate. A contrastare tale visione vi sono, tuttavia, alcuni studi, tra cui quello di Strampelli (2010), che richiama i risultati dello studio sul mark to market accounting predisposto dalla SEC (2008). Tale studio dimostra il circoscritto uso del fair value da parte delle istituzioni finanziarie al momento dello scoppio della crisi: la SEC ha riscontrato che meno della metà delle attività e meno di un quinto delle passività finanziarie detenute dalle banche erano valutate al fair value e, sulla scorta di tali evidenze, ha escluso che le svalutazioni delle attività finanziarie e la rilevazione delle correlate perdite siano state decisive per il fallimento di alcune banche statunitensi. La conclusione a cui la SEC giunge è che “the liquidity

positions of some financial institutions, concerns about asset quality, lending practices, risk management practice and a failure of other financial institutions to extend credit appear to be the primary drivers of the crisis”. Ad ogni modo, l’esigenza di porre fine alla spirale negativa sopra descritta ha indotto le Autorità (incluso lo IASB) a prendere alcuni provvedimenti, tra cui la predisposizione di un principio contabile (il sopraccitato IFRS 13) che raccogliesse tutta la disciplina in materia, colmasse le lacune presenti e chiarisse gli aspetti applicativi e interpretativi maggiormente controversi; oltre a ciò, le Autorità hanno anche optato per la limitazione dell’utilizzo del fair value per la valutazione in bilancio degli strumenti finanziari. Scendendo maggiormente in dettaglio, si è ritenuto opportuno rendere ammissibile la riclassificazione di talune voci di bilancio relative a strumenti finanziari valutati al fair value in altre categorie, valutate queste ultime al costo storico.

Tale possibilità, come suggerito da Potito e Tartaglia (2010), potrebbe essere letta come segnale della fragilità dei presupposti sui quali si fondano i principi contabili internazionali stessi. Inoltre, gli autori fanno notare che la cd “sospensione del fair value” ha trovato la propria motivazione non tanto in considerazioni di natura tecnica attinenti ad aspetti di inadeguatezza di tale parametro valutativo, quanto piuttosto in valutazioni di convenienza politico-economica. Si tratta verosimilmente del primo caso in cui un principio contabile

viene motivato non specificatamente da esigenze legate alla sfera della correttezza aziendale.

Come osserva Strampelli (2010), infatti, l'abbandono del fair value (e il ritorno al costo storico) o l'attribuzione agli amministratori di una più ampia facoltà di deviare dalle quotazioni di mercato per la valutazione degli strumenti finanziari, pur potendo limitare gli effetti distorsivi delle regole contabili sulla stabilità patrimoniale delle società, non costituiscono necessariamente e sempre "rimedi" adeguati in quanto suscettibili di incidere negativamente sulla chiarezza e la trasparenza dei valori contabili. La dottrina, infatti, ritiene che, al fine di contenere gli effetti delle regole contabili, sia preferibile intervenire sulle norme societarie e sul quadro regolamentare vigenti in specifici settori prevedendo – qualora esse non si riferiscano ad attività detenute a fini di trading o non corrispondano ad un'effettiva riduzione di valore delle attività – l'irrelevanza delle variazioni positive e negative del fair value ai fini dell'applicazione delle disposizioni sulla conservazione del capitale sociale (Strampelli, 2010).

Per quanto riguarda la letteratura internazionale in materia di fair value, un utile punto di partenza è il lavoro di Bonaci e Tudor (2011) che analizza il lungo dibattito sulla opportunità di utilizzare un approccio valutativo basato su valori correnti piuttosto che sul costo storico. Di fatto, l'evento che ha determinato il "successo" del fair value è stato la crisi del risparmio e dei mutui che ha travolto

gli Stati Uniti d'America negli anni '80: la portata di tale crisi è stata tale da mettere in risalto i limiti dell'approccio valutativo basato sul costo storico e da spingere gli organismi istituzionali (SEC e FASB) ad orientarsi maggiormente verso l'utilizzo di valori di mercato. Alla base di una simile decisione vi era l'assunto secondo cui la valutazione basata su dati correnti fosse in grado di meglio riflettere le aspettative del mercato relative ai futuri cash flow generabili dall'attività oggetto di valutazione e, quindi, di determinare valori rilevanti da un punto di vista decisionale. In origine, infatti, gli studi empirici condotti a livello internazionale si sono limitati al caso particolare degli strumenti finanziari e i risultati ottenuti sostengono la maggiore rilevanza per gli utilizzatori del bilancio del fair value delle azioni (Petroni e Wahlen, 1995; Eccher et al., 1996; Nelson, 1996; Barth et al., 2001) e degli strumenti derivati (Venkatachalam, 1996) posseduti da banche e assicurazioni. In generale i pro e i contro del fair value, come emerge dalla letteratura internazionale in materia (Benston, 2008; Penman, 2007; Ryan, 2008) possono essere così sintetizzati: da un lato il fair value riflette le correnti condizioni di mercato e, quindi, fornisce informazioni tempestive e migliora la trasparenza del bilancio; dall'altro lato, i valori correnti potrebbero non essere rilevanti per attività detenute per lunghi periodi di tempo e, in particolare, per attività destinate ad essere detenute fino a scadenza, così come tali valori potrebbero essere distorti dalle inefficienze del mercato, dall'irrazionalità degli investitori o da problemi legati alla liquidità. Tali limiti emergono

chiaramente quando il fair value viene calcolato applicando modelli teorici basati su proiezioni e aspettative proprie del management.

Lo studio di Ishikawa (2005) evidenzia proprio il problema dell'attendibilità dei valori correnti in mercati che sono esposti al rischio di rilevanti fluttuazioni dei prezzi delle azioni e/o dei tassi di interesse; Kosmala (2005), invece, studia la diffusione del concetto di fair value in Europa, concentrandosi sul caso della Polonia e mostrando come tale concetto, di matrice statunitense, risulti di difficile comprensione ed applicazione in ambito europeo. Tuttavia, il dibattito internazionale sul fair value è ben lontano dal sopirsi ma si è, al contrario, acuito con la crisi del 2008, evidenziando posizioni simili a quelle sopra descritte rispetto all'ambito nazionale. Da una parte vi sono le ricerche che pongono il fair value in relazione con crisi, identificandolo come fattore determinante della stessa (Persaud, 2008; Plantin et al., 2008a, 2008b). Sul fronte opposto si collocano le ricerche che pongono il fair value come “messaggero” della crisi stessa, in quanto latore di segnali d'allarme utili alle istituzioni finanziarie per intervenire tempestivamente (Turner, 2008; Veron, 2008; Allen e Carletti, 2008). Considerando le numerose preoccupazioni relative al ruolo rivestito dal fair value nella crisi del 2008, Laux e Leuz (2009) sottolineano che il ritorno all'approccio valutativo basato sul costo storico non costituisce una soluzione adeguata in quanto presenta svantaggi talvolta maggiori di quelli generati dal fair value. Ad

esempio, il costo storico produce informazioni meno trasparenti e, quindi, costituisce un incentivo al cd “gains trading” o alla cartolarizzazione e vendita di attività; sebbene sia comprensibile considerare il costo storico come adeguato per la valutazione dei prestiti, in particolare se detenuti fino a scadenza, non vanno, tuttavia, trascurati i rischi in esso intrinseci, come ad esempio la ridotta capacità informativa dei numeri che ne risultano.

Laux e Leuz (2009) suggeriscono come rimedio per contenere la pro-ciclicità del fair value la possibilità di deviare dai valori di mercato nei casi in cui il rischio di innescare la spirale negativa sia elevato. Di fatto, sia gli US GAAP sia gli IAS/IFRS consentono tali deviazioni in alcuni casi specifici: divieto di impiegare prezzi di mercato osservati in vendite forzose; impiego di modelli di valutazione nel caso di mercati inattivi; possibilità di riclassificare attività valutate al fair value in categorie alle quali è possibile applicare il costo storico o impairment test meno rigidi. A fronte dei benefici apportati da tali meccanismi vi sono anche dei rischi, quali ad esempio la maggior discrezionalità concessa dal management e la possibilità che la qualità dell’informativa contabile ne risulti danneggiata. I risultati a cui tali studi sono giunti confermano quanto scritto a livello nazionale, ossia che evitare la pro-ciclicità del fair value richiede interventi non solo a livello di normativa contabile, ma anche (e, forse, soprattutto) a livello istituzionale e di vigilanza.

### **Capitolo III: L'underpricing delle IPO: un'analisi degli effetti degli IAS/IFRS**

#### **1. Premessa**

Come noto, con il termine Initial Public Offering (IPO) si definisce l'offerta, finalizzata a raccogliere capitale sull'equity market, effettuata da un'impresa che si accinge a quotarsi sul mercato finanziario.

La Initial Public Offering rappresenta uno dei passi più importanti nella vita di un'impresa non solo per il fatto che le somme ottenute consentono il finanziamento di importanti progetti di investimento che possono determinare un vero e proprio salto dimensionale e culturale, ma anche per le importanti conseguenze gestionali. Le società quotate sono, infatti, sottoposte ad una serie di previsioni obbligatorie volte prevalentemente alla riduzione delle asimmetrie informative tra gli azionisti di minoranza e i potenziali nuovi azionisti da un lato e i manager e gli azionisti di maggioranza dall'altra. Importanti sono anche le previsioni regolamentari volte alla gestione dell'incentivazione del management e alla gestione del conflitto tra la proprietà ed il management. Nell'ambito delle iniziative volte alla riduzione delle asimmetrie informative vi rientrano quelle previsioni di trasparenza quali la pubblicazione dei principali dati economico-finanziari entro 45 giorni dalla chiusura del trimestre, la pubblicazione del piano industriale, la diffusione di comunicati price-sensitive e di internal dealing, la

contestuale comunicazione in lingua inglese, un numero minimo di incontri con gli investitori.

Nell'ambito delle previsioni volte alla gestione del conflitto management-proprietà vi rientrano invece le previsioni di corporate governance quali ad esempio la presenza in Consiglio Di Amministrazione (CDA) di un numero adeguato di amministratori indipendenti, la presenza di un Comitato per il Controllo Interno, la predisposizione di un piano di remunerazione incentivante che preveda una parte di remunerazione variabile e correlata agli obiettivi aziendali (MBO) o piuttosto un piano di stock option.

Oltre alle accortezze a tutela delle minoranze, una delle conseguenze di maggiore impatto nella vita aziendale e, per un certo verso, persino nella vita dell'imprenditore stesso è la gestione del cambio dell'azionariato conseguente al collocamento delle azioni. Ad esempio imprese prettamente familiari aprono il capitale ed i propri consigli di amministrazione a membri esterni, imprese con capitale già aperto affrontano l'uscita del precedente partner finanziario ed il dialogo con il più ampio mercato o, piuttosto, diventano delle public companies (caso raro in Italia) dove i dirigenti strategici dovranno essere adeguatamente incentivati a lavorare per la massimizzazione del valore dell'azienda.

Gli studi più autorevoli fatti sulle Initial Public Offerings individuano tre principali anomalie:

- Un fenomeno definito quale “Hot Issue Market”;
- Un fenomeno di underpricing delle IPO,
- Un fenomeno di overpricing delle IPO nel lungo periodo.

Con riferimento all’ultima anomalia, studi (Ritter, 1991) mostrano come le imprese neo quotate nel lungo periodo sotto performano rispetto a imprese quotate comparabili per settore e dimensione.

La maggior parte delle analisi finanziarie fatte sulle performance di medio-lungo termine delle IPOs, concludono che “investire in imprese quotate di recente (IPOs) è un investimento poco profittevole (a es. Ritter, 1991; Loughran e Ritter, 1995; Levis, 1993, etc.) poiché esse tendono a sotto performare rispetto all’indice di mercato” (Saleh e Mashal, 2008).

Prendendo in esame, ad esempio, uno studio fatto sulle offerte pubbliche iniziali effettuate sul NASDAQ e sul NYSE tra il 1967 ed il 1987, Loughran mostra come esse abbiano mediamente sottoperformato rispetto all’indice di mercato, dimostrandosi così investimenti poco validi a medio-lungo termine.

Un’interessante questione che emerge esaminando l’andamento di questi collocamenti è che le società emittenti (e gli underwriters) sottoprezzano, probabilmente deliberatamente, queste emissioni (generando underpricing): in media, come dimostrato da ricerche aventi ad oggetto operazioni di IPOs che

hanno avuto luogo nei principali paesi, esiste una diffusa evidenza dell'esistenza di una differenza tra il prezzo di sottoscrizione e il prezzo fatto registrare dai primi scambi sul mercato secondario. Questa evidenza sembra contrastare con quanto suggerito dalla teoria, in base alla quale, in un mercato perfetto ed efficiente, le società non dovrebbero certo essere propense a "leave money on the table".

Da oltre un ventennio gli economisti si confrontano con quello che è stato definito come il puzzle dell'underpricing degli IPOs.

Uno dei primi studiosi a documentare in maniera sistematica il fenomeno dell'underpricing è stato Ibbotson (1975): egli trova un underpricing medio dell'11,4% per gli IPOs condotti negli anni '60 negli USA. Ritter (1984), invece, riporta un underpricing medio del 18,8% per i circa 5000 IPOs condotti negli USA fra il 1960 ed il 1982.

Nel tentativo di spiegare le ragioni del perché le società scelgano di quotarsi ad un prezzo più basso (in media) di quello che rifletterebbe il vero valore dei loro titoli, tanto da generare underpricing, gli economisti hanno dato vita ad un'ampia letteratura teorica e empirica.

Diverse sono le teorie elaborate: l'underpricing è visto come uno strumento per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta (compensandoli per il rischi che

con ciò essi si assumono), o come un mezzo per evitare eventuali controversie legali con gli azionisti o, ancora, per evitare il rischio di un loro disinteresse nei confronti del titolo.

L'underpricing può anche essere visto come uno strumento idoneo a generare un eccesso di domanda dei titoli, creando per questa via un azionariato largamente diffuso (attraverso la fissazione di lotti minimi ridotti) funzionale a rendere la società più difficilmente scalabile .

## **2. La metodologia di collocamento, la tecnica di assegnazione delle azioni e il processo di formazione del prezzo**

È possibile individuare tre principali tecniche di collocamento delle azioni: il meccanismo ad asta, l'offerta a prezzo fisso e la procedura del *bookbuilding*.

Il meccanismo ad asta prevede che gli aderenti all'offerta vengano stimolati a formulare offerte competitive, sulla base delle quali vengono poi scelti gli assegnatari delle azioni ed il prezzo dell'offerta. L'offerta a prezzo fisso consiste nell'indicazione ex ante del prezzo unitario di sottoscrizione delle azioni. Successivamente il pubblico può prenotare le azioni e se le adesioni sono superiori alla quantità offerta si procede al riparto o all'estrazione. L'offerta a prezzo fisso è stata la modalità più largamente utilizzata fino all'adozione della procedura del *bookbuilding* in quasi tutti i mercati azionari. Secondo il meccanismo del *bookbuilding* l'offerta avviene a prezzo variabile: il prezzo di

collocamento può variare all'interno di un *range* predefinito (che può essere vincolante o meno per la fissazione del prezzo) indicato nel prospetto informativo. Dal punto di vista procedurale, la tecnica del *bookbuilding* prevede che contemporaneamente all'avvio del management *roadshow* presso le principali piazze finanziarie domestiche ed europee abbia inizio la raccolta degli ordini immessi dagli investitori istituzionali (fondi comuni di investimento, fondi pensione, compagnie di assicurazione, ecc.) espressi "al meglio" e cioè con uno o più limiti di prezzo. Gli ordini raccolti dal consorzio di collocamento (solitamente nell'arco di circa 15 giorni) vengono trasmessi elettronicamente al *book runner* il quale ne cura l'accentramento in un unico book eseguendo una classificazione quali-quantitativa. Il libro-ordini viene esaminato e segmentato sulla base di diverse variabili, tra cui la provenienza geografica dell'ordine, la tipologia di investitore, la data di trasmissione, il limite di prezzo, la classe di ammontare della manifestazione di interesse. La segmentazione delle richieste consente il tracciamento di una sorta di curva di domanda, la cui intersezione con quella di offerta (per definizione fissa) indica, sotto un profilo teorico, il livello di prezzo di equilibrio per azione. L'assegnazione delle azioni agli investitori (*allotment*) è decretata dal *bookrunner* di concerto con la società secondo una scala di priorità di gradimento legata a fattori quali tempestività dell'ordine, limite di prezzo, partecipazione dell'investitore alle fasi di pre-marketing, road show, one on one meeting, qualità dell'investitore e propensione stimata a conservare la

partecipazione in ottica di lungo termine, considerazioni strategiche in ordine a eventuali manifestazioni di interesse provenienti da parte di investitori industriali, ecc.

Nel corso dell'ultima settimana di svolgimento del *bookbuilding* si svolge l'offerta al pubblico (*offerta retail*) con durata di norma compresa tra due e cinque giorni e conclusione prevista contestualmente alla chiusura del book degli ordini istituzionali. L'ordine di grandezza delle sottoscrizioni è pari al lotto minimo o multipli, a fronte, ovviamente, di un numero di adesioni individuali assai più elevato rispetto al collocamento istituzionale<sup>63</sup>. La fissazione del prezzo rappresenta il completamento dell'intero iter valutativo. Tale valore deve tener conto del risultato del complesso procedimento di analisi della situazione economica, finanziaria e patrimoniale (storica e prospettica) dell'emittente, nel rispetto nello stesso tempo delle valutazioni espresse dal mercato per titoli simili<sup>64</sup>. È necessario tener conto, poi, dell'andamento dei mercati azionari sia interno, sia internazionale, dell'eventuale concomitanza di emissioni concorrenti, della propensione degli investitori istituzionali verso le nuove emissioni, della complessiva situazione macroeconomica e congiunturale interna e internazionale, nonché della fase del ciclo settoriale in cui l'azienda opera. Al fine di

---

<sup>63</sup> Sono talvolta proposte forme di incentivazione alla sottoscrizione, quali bonus share o sconto di prezzo rispetto al valore applicabile al collocamento privato istituzionale.

<sup>64</sup> Per tali motivi, ai fini della trasparenza, il regolamento emittenti emanato dalla CONSOB richiede che vengano inseriti nel prospetto informativo sia i multipli di mercato delle principali società quotate comparabili, sia le ipotesi sottostanti la determinazione della forchetta di prezzo.

massimizzare le chances di buon esito dell'operazione, è usuale applicare rispetto al prezzo di equilibrio teorico tra domanda e offerta e alla valutazione ritenuta congrua, uno sconto di norma non oltre il 10% secondo le condizioni di mercato. Il *pricing* comporta, infine, elementi tipici di un processo negoziale che vede allineati da un lato azionisti venditori, società emittente in caso di aumento di capitale, *advisor* con obiettivi di massimizzazione del ricavato dell'offerta, dall'altro gestori e risparmiatori individuali interessati al massimo rendimento possibile dell'investimento. Al global co-ordinator il compito di gestire le divergenti aspettative, ai fini del miglior successo della quotazione e dell'immagine dell'emittente stesso. Il motivo dell'affermazione internazionale del *bookbuilding* sembra sia attribuibile al maggiore controllo e alla maggiore flessibilità che esso garantisce alla banca coordinatrice della vendita dell'offerta<sup>65</sup>. Il dibattito sull'efficienza del mercato primario riguarda anche le tecniche di allocazione delle azioni e particolarmente accesa è la discussione in merito all'efficienza o meno della discrezionalità allocativa. Dopo la pubblicazione dei lavori di Hanley e Wilhelm (1995) e Ljungqvist e Wilhelm (2005) secondo cui l'allocazione delle azioni in IPO tende a favorire gli investitori istituzionali, si è aperto un dibattito in merito alla questione che l'efficienza dei mercati possa trarre benefici da una forma discrezionale di

---

<sup>65</sup> Ritter J. R., Welch I. (2002), *A review of IPO activity, pricing, and allocations*, The Journal of Finance, 57(4), pp 1795-1828; Ljungqvist A. (2005), *IPO underpricing*, Handbook of Empirical Corporate Finance, 2, pp 375-422; Ljungqvist A., Wilhelm W. J. (2005), *Does prospect theory explain IPO market behavior?*, the Journal of Finance, 60(4), pp 1759-1790.

allocazione delle azioni in IPO. Da un lato la discrezionalità permette agli underwriters di remunerare meglio gli investitori che rivelano meglio l'informazione in merito all'intenzione di comprare o meno il titolo oggetto di IPO.

La discrezionalità nell'allocazione delle azioni potrebbe però trasformarsi in fonte di conflitti di interesse aggravando il problema di agenzia tra emittente e banca di collocamento derivante dal fatto che la banca si relaziona più volte con i clienti istituzionali (gioco ripetuto) e meno con gli emittenti<sup>66</sup> conducendo a comportamenti collusivi tra banche e investitori istituzionali<sup>67</sup>. Dall'altro lato, in assenza di discrezionalità nell'allocazione si potrebbe correre il rischio di non fornire adeguati incentivi per gli investitori a competere in fase di bookbuilding. Senza una forma di compensazione, quale l'assegnazione di azioni a sconto (underpricing) gli investitori istituzionali avrebbero uno scarso incentivo a rivelare in modo attendibile il loro interesse in una IPO, consci che tali manifestazioni di interesse porterebbero solamente ad un rialzo del prezzo di emissione, senza alcun guadagno per l'investitore. Ljungqvist e Wilhelm (2002) verificano che l'imposizione di limiti alla discrezionalità allocativa induce prezzi di offerta maggiormente guidati dai range di prezzo pubblicati nei prospetti

---

<sup>66</sup> Baron, D. (1982) "A model of the demand of investment banking advising and distribution services for new issues", *Journal of Finance* 37, 955-976.

<sup>67</sup> Biais, B., Bossaerts, P., Rochet, J. C. (2002), *An optimal IPO mechanism*, *The Review of Economic Studies*, 69(1), 117-146.

informativi. Gli autori interpretano questa evidenza come un segnale di una contrazione nella produzione di informazione: il prezzo di offerta non si discosta dai margini fissati inizialmente perché gli incentivi a raccogliere nuove informazioni sulla società in quotazione sarebbero deboli. Jenkinson, Morrison e Wilhelm (2006) studiano le definizioni del prezzo di offerta in relazione alla forchetta di prezzo pubblicata nel prospetto informativo rilevando che più della metà delle IPO americane mostra un prezzo di collocamento esterno al range iniziale contrariamente a quanto accade in Europa. La motivazione di questa differenza potrebbe risiedere nella diversa normativa nella comunicazione delle informazioni.

### **3. Le determinanti della struttura dell'offerta**

I principali fattori per la determinazione dell'ammontare dell'offerta sono: esigenza di raccolta di mezzi freschi per il finanziamento dei piani di sviluppo strategico, obiettivi di diluizione degli azionisti pre-esistenti e corrispondente monetizzazione dell'investimento, capitalizzazione aziendale e ammontare di flottante ritenuto necessario per una sufficiente liquidità prospettica degli scambi. Tali obiettivi sono poi valutati alla luce e in funzione di ulteriori variabili quali la situazione generale dei mercati finanziari, l'eventuale concomitanza di operazioni "concorrenti" da parte di società comparabili o di offerte di elevato ammontare (ad esempio grandi privatizzazioni) tali da assorbire significativi flussi di liquidità

dal mercato (ancorché non confrontabili dal punto di vista del profilo di rischio dell'investimento). Gli investitori apprezzano di norma che una parte significativa dell'ammontare complessivo dell'offerta sia in aumento di capitale (azioni di nuova emissione) a supporto dei piani di investimento.

Nel caso, infatti, l'offerta sia costituita da azioni di nuova emissione (Offerta pubblica di sottoscrizione, OPS) i capitali raccolti confluiscono nella società per il finanziamento di nuovi progetti di investimento. Se, invece, la quotazione avviene tramite offerta pubblica di vendita (OPV) di titoli pre-esistenti, l'operazione riguarda solo gli assetti proprietari della società, che registra un mutamento nella compagine azionaria senza trarne benefici monetari. L'OPV prevede, infatti, la sola offerta sul mercato di azioni già in circolazione e solitamente possedute da azionisti che vedono nella quotazione una possibilità di disinvestimento e una successiva diversificazione. Importante è, ovviamente, il limite massimo di diluizione che gli azionisti pre-esistenti sono disposti ad accettare. Nella definizione della struttura dell'offerta non si può non tenere conto dei limiti minimi di flottante richiesti dalla società di gestione del risparmio per l'ammissione al mercato/segmento prescelto.

Per quanto riguarda i mercati italiani, ad esempio è necessario un flottante superiore al 10% per l'ammissione sul mercato Expandi, superiore al 25% per l'ammissione sul segmento Standard e superiore al 35% per l'ammissione sul

segmento STAR. Ovviamente, nella determinazione dell'ammontare dell'offerta non si può non tenere conto del contesto finanziario del momento. Quando i mercati finanziari sono caratterizzati da un pessimismo generale è molto difficile collocare le azioni in IPO, pertanto la dimensione dell'offerta (qualora la società decida di andare avanti nel processo di quotazione nonostante l'andamento sfavorevole dei mercati e la conseguente minore valutazione della società) verrà ridotta e l'offerta può essere perfino ritirata in caso di gravi eventi geo-politici, economici o societari tali da rendere sconsigliabile l'effettuazione del collocamento. Nel caso di concomitanza dell'operazione con operazioni concorrenti non si può non tenere conto del fatto che gli investitori (specializzati in quel particolare settore e non) faranno un confronto diretto tra le offerte e ovviamente preferiranno quella che prevede le condizioni per loro migliori (underpricing, profilo di rischio, tutela delle minoranze, management qualificato). Nel caso, invece, di concomitanza con operazioni di dimensioni elevate non si può non tenere conto del fatto che buona parte delle risorse degli investitori destinate alle operazioni di IPO verranno assorbite dal collocamento dell'offerta di dimensioni maggiori.

Huyghebaert e Van Hulle (2006) analizzando empiricamente i fattori che determinano in particolare le proporzioni di azioni offerte in IPO sul mercato primario (OPS) e sul secondario (OPV) ottengono i seguenti principali risultati:

1. Le imprese più giovani ricorrono maggiormente all'aumento di capitale. Questo tipo di imprese ha evidentemente un maggior bisogno di fonti di finanziamento per la propria crescita e gli imprenditori pre-esistenti non hanno ancora necessità di diversificare il proprio portafoglio azionario.

2. Le imprese più indebitate con le banche si quotano con una maggiore proporzione di azioni in OPS al fine di ribilanciare la struttura finanziaria. Le imprese che per il finanziamento dei progetti di investimento hanno già stressato eccessivamente la struttura finanziaria non possono non destinare una importante quota dell'offerta all'aumento di capitale (acquisizione di equity che riduce il rapporto debt/equity e contemporaneamente migliora la capacità di negoziare nuove fonti di finanziamento a titolo di debito a un minore costo).

3. I fattori esterni all'impresa (quali, ad esempio, l'andamento dei mercati finanziari o la numerosità delle IPO sul mercato nell'anno precedente la quotazione) non sembrano influire sulla struttura dell'IPO. Per i motivi di cui discusso in precedenza ci si può attendere un impatto sull'ammontare complessivo dell'offerta, ma non sul rapporto tra quota in aumento di capitale e quota in vendita.

4. La possibilità di ottenere multipli di mercato più elevati indurrebbero ad una maggiore quota di azioni offerte in OPS. Aumentando di una piccola percentuale

la propria diluizione, gli azionisti pre-esistenti riescono ad ottenere una somma di denaro più che proporzionale per il finanziamento della propria impresa.

In fase di determinazione della struttura dell'offerta si può prevedere che una parte di essa venga destinata ad operatori specializzati settorialmente e ad investitori istituzionali: la quota ad essa riservata in fase di strutturazione iniziale del collocamento risulta di norma decisamente superiore al 50% del complessivo controvalore dell'offerta.

Apposite clausole di travaso (*claw-back*) non escludono, tuttavia, in sede di assegnazione definitiva dei titoli agli investitori al termine dell'offerta, il "riequilibrio" dei pesi in favore della componente retail. Nei trenta giorni successivi alla chiusura del collocamento il global co-ordinator, in quanto *bookrunner* del collocamento, può eventualmente intervenire sul mercato al fine di contenere le oscillazioni di mercato e sostenere i corsi del titolo. Scopo principale dell'attività di stabilizzazione è il sostegno dei corsi in caso di pressione sui prezzi da parte di investitori di breve periodo e il contributo al mantenimento di scambi ordinati, nell'interesse sia dei sottoscrittori del titolo che dell'emittente. Considerata le sue caratteristiche è questa un'attività per sua natura passibile di incorrere teoricamente nella fattispecie prevista dalla normativa in materia di abuso di informazioni privilegiate e soprattutto manipolazione di mercato (*market abuse*). Per tale motivo la direttiva della

Comunità Europea numero 6 del 2003 sulla *market abuse* ha previsto un regime di esenzione d'ufficio (*safe harbour*) per i soggetti interessati a condizione che le attività in oggetto vengano svolte nel rispetto di modalità procedurali predefinite e secondo un principio di adeguata trasparenza informativa.

Innanzitutto, in caso di IPO la stabilizzazione non può avere durata superiore ai 30 giorni a far data dall'inizio delle negoziazioni. Inoltre i dettagli dell'operazione effettuate debbono essere comunicati all'autorità di vigilanza sui mercati entro 7 giorni di borsa aperta dalla loro conclusione. Entro una settimana dal termine del periodo di stabilizzazione l'intermediario incaricato è tenuto a dare notizia se la stabilizzazione ha avuto luogo o meno comunicando, poi, data di inizio e fine, nonché l'intervallo di prezzo entro il quale l'attività è stata effettuata. Infine nessuna transazione può essere conclusa ad un prezzo superiore a quello di collocamento. A supporto dell'attività di stabilizzazione, congiuntamente alla facoltà di sovrallocazione (*overallotment facility*), è prevista la *greenshoe* option. Tali due strumenti forniscono risorse alla attività di stabilizzazione e rappresentano uno strumento di copertura del rischio di posizione assunto dall'intermediario incaricato nel corso dell'attività medesima.

La *greenshoe* è una *call option* emessa dagli azionisti (se ha per oggetto azioni poste in vendita nel mercato secondario) o dalla società (se ha per oggetto azioni di nuova emissione poste in vendita nel mercato primario) a favore

dell'intermediario incaricato della stabilizzazione<sup>68</sup>. In ipotesi di esercizio della facoltà di sovrallocazione i relativi titoli vengono assegnati in sede di collocamento dal *bookrunner* al prezzo di offerta agli investitori istituzionali in aggiunta alle azioni costituenti l'offerta base, previo prestito degli stessi da parte degli azionisti (*overallotment facility*). Nei successivi 30 giorni, secondo l'andamento borsistico del titolo, l'intermediario incaricato della stabilizzazione rimborsa il prestito in oggetto o tramite le azioni rastrellate sul mercato al fine di sostegno dei corsi (e allora l'opzione *greenshoe* non viene esercitata), o piuttosto esercitando l'opzione *greenshoe*, ritirando i relativi titoli di compendio e lasciando quindi inalterata la liquidità di mercato, e attenuando eventuali "strappi" verso l'alto dei corsi. Il prezzo di esercizio della *greenshoe* option coincide con il prezzo di offerta e l'ammontare di titoli oggetto dell'opzione non può superare il 10% del quantitativo costituente l'offerta globale (Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana).

Ulteriore mezzo di stabilizzazione dei corsi è rappresentata da eventuali clausole di *lock up*. Secondo tali clausole, i principali azionisti si sottopongono a vincoli di inalienabilità delle azioni residue detenute post-IPO, per predeterminati periodi di tempo (solitamente 180 giorni per il caso italiano). Tali clausole forniscono un'ulteriore garanzia a tutela degli investitori sottoscrittori del collocamento. In

---

<sup>68</sup> È possibile una combinazione delle due categorie e può essere esercitata anche solo parzialmente.

tal modo, gli azionisti pre-esistenti danno un'ulteriore dimostrazione della fiducia nelle possibilità e capacità di remunerazione del capitale da parte della società.

#### **4. La richiesta di titoli in IPO: underpricing e oversubscription**

Abbiamo visto che senza una forma di compensazione, quale l'assegnazione di azioni a sconto, gli investitori istituzionali avrebbero uno scarso incentivo a rivelare in modo attendibile il loro interesse in una IPO. L'underpricing aiuta, dunque, il global coordinator a ottenere, nelle settimane che precedono il book runner, informazioni in merito all'interesse degli investitori nei confronti del titolo in vendita. L'underpricing viene, pertanto, spiegato in letteratura come fenomeno derivante dall'asimmetria informativa esistente tra l'emittente e gli investitori in merito al valore dell'azienda e al rischio intrinseco aziendale.

Come dimostrato da Akerlof (1970), l'asimmetria informativa può condurre alla paralisi degli scambi o all'attuazione degli scambi in condizioni sub-ottimali per uno o più contraenti. Le implicazioni della distribuzione asimmetrica delle informazioni sono rappresentate, essenzialmente, dai fenomeni della selezione avversa e del moral hazard. Nel caso della quotazione in Borsa, gli emittenti hanno maggiori informazioni rispetto ai possibili finanziatori. Per evitare che le informazioni incomplete comportino una riduzione delle adesioni all'offerta o una riduzione della valutazione, le imprese dovrebbero "emettere dei segnali" che riescano a superare l'asimmetria informativa. Proprio per tale motivo, durante il

management *roadshow*, la società emittente incontra gli investitori istituzionali commentando le informazioni inserite nel prospetto informativo e rispondendo alle domande degli investitori stessi. Il fenomeno del *moral hazard* sorge invece nel post-adesione all'offerta. Dopo aver comprato le azioni, non è possibile verificare perfettamente le affermazioni della controparte, ma ci si può solo affidare alla trasparenza più o meno imposta dalla normativa<sup>69</sup>.

Il rischio che l'investitore sopporta è, in questo caso, legato alla possibilità che le imprese possano fornire relazioni, bilanci, e/o informazioni non perfettamente aderenti alla realtà al fine di ingannare i finanziatori e trasmettere loro solo parte del rischio effettivamente sopportato. Senza una forma di compensazione, quale l'assegnazione di azioni a sconto (*underpricing*) gli investitori istituzionali più avversi al rischio non chiederebbero le azioni o applicherebbero degli sconti sul prezzo al fine di ridurre il rischio implicito dell'investimento.

Gli investitori posseggono, dunque, un set informativo meno completo rispetto a quello posseduto dall'emittente e l'*underpricing* è l'effetto di un classico *lemons problem*: maggiore è l'asimmetria informativa percepita, maggiore è il rischio di *adverse selection* percepito e conseguentemente maggiore è lo sconto sul prezzo

---

<sup>69</sup> Oltre agli obblighi di informativa e di trasparenza imposti da Consob, alcune società quotate decidono di investire nella comunicazione con gli investitori, dotandosi ad esempio di un'appropriata struttura di investor relations, comunicando i dati trimestrali entro 45 giorni dalla chiusura del trimestre e prestando particolare attenzione alla tempestività di tutte le altre informazioni.

richiesto<sup>70</sup>. Indubbiamente, poi, all'aumentare dell'underpricing aumenta la disponibilità degli investitori ad incrementare la loro esposizione sul titolo, visto che così facendo moltiplicherebbero i guadagni attesi.

Da questo punto di vista, dunque, l'underpricing può essere considerata anche una tecnica sostitutiva delle attività di promozione e marketing del titolo coerentemente con quanto riscontrato da Habib e Ljungqvist (2001).

Da quanto riscontrato in letteratura, sembra, però che l'underpricing non esaurisca qui le sue funzioni, ma piuttosto sembra esercitare una certa influenza nella decisione di quotare la propria impresa prima e nella decisione della definizione dell'offerta poi.

Se, infatti, da un lato un eccessivo sconto sul *fair value* potrebbe indurre gli imprenditori a rinunciare all'operazione di quotazione, dall'altro sembrerebbe che in alcuni casi siano gli imprenditori stessi a ricercare l'underpricing.

Bodnaruk et al. (2004) ad esempio analizzando le IPO realizzate in Svezia nel periodo 1995-2001 dimostrano che l' underpricing è accettato dagli imprenditori (azionisti preIPO) con un portafoglio di partecipazioni azionario poco diversificato. In particolare, gli autori riscontrano una correlazione negativa tra il

---

<sup>70</sup> Allen F., Faulhaber G., (1989), "Signaling by Underpricing in the IPO Market," Journal of Financial Economics, 23, pp 303-323; Welch I. (1989), "Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings," Journal of Finance, 44, pp 421-449; Chemmanur T. J. (1993), *The pricing of initial public offerings: A dynamic model with information production*, The Journal of Finance, 48(1), pp 285-304.

livello dell'underpricing e il grado di diversificazione dell'azionista (privato) di controllo.

In questo caso l'obiettivo ultimo dell'imprenditore è la diversificazione del proprio portafoglio, in ottica di composizione efficiente, prima ancora che la massimizzazione del prezzo ottenibile.

L'underpricing può, inoltre, essere utilizzato per la diversificazione della compagine azionaria. All'aumentare dello sconto sul prezzo aumenta il numero di azionisti che richiedono le azioni e aumenta l'ammontare delle quote che gli stessi richiedono: se si vuole una compagine concentrata si assegneranno le azioni ad un ridotto numero di investitori, se si preferisce una compagine diversificata le azioni verranno assegnate ad un più elevato possibile numero di investitori.

E' ovvia, dunque, una certa correlazione tra l'underpricing e la metodologia di allocazione delle azioni agli investitori<sup>71</sup> e al livello del conflitto di interesse tra i sottoscrittori e l'emittente<sup>72</sup>.

Booth e Chua (1996) affermano che le IPOs vengono intenzionalmente collocate ad un prezzo inferiore al fine di ottenere post-IPO una compagine azionaria

---

<sup>71</sup> Benveniste L., P. Spindt (1989), "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues," *Journal of Financial Economics*, 24, 343-362; Sherman, A. E. (2000), *IPOs and long-term relationships: an advantage of book building*, *Review of Financial Studies*, 13(3), 697-714; Sherman, A. E., Titman, S. (2002), *Building the IPO order book: underpricing and participation limits with costly information*, *Journal of Financial Economics*, 65(1), 3-29.

<sup>72</sup> Loughran, T., Ritter, J. R. (2000), *Uniformly least powerful tests of market efficiency*, *Journal of financial economics*, 55(3), 361-389.

frammentata. La frammentazione dell'azionariato è spesso ricercata per evitare ingerenze nella gestione da parte dei soci rilevanti (le minoranze sono comunque tutelate da una serie di comitati e organi di controllo predisposti), per ridurre il rischio di *takeover* ostile<sup>73</sup> e per garantire un certo grado di liquidità del titolo nel mercato secondario.

Booth e Chua (1996) analizzando 1179 IPO realizzate sul Nasdaq nel periodo 1993-2000 riscontrano una correlazione negativa tra l'underpricing e la variazione nel numero degli azionisti post-quotazione e una correlazione positiva tra l'underpricing e il numero di investitori istituzionali non rilevanti post-quotazione. Non rilevano alcuna correlazione tra l'underpricing e l'ammontare delle partecipazioni rilevanti post-quotazione.

In particolare, i modelli che loro sottopongono a verifica econometrica sono i seguenti:

$$\Delta \text{ numero azionisti} = f(\text{Underpricing, Mkt CapIPO, Flottante, Primary ratio, Venture backed dummy, Top-tier underwriter dummy})$$

[1]

$$\Delta \text{ partecipazioni rilevanti} = f(\text{Underpricing, Mkt CapIPO, Flottante, Primary ratio, Venture backed dummy, Top-tier underwriter dummy})$$

[2]

---

<sup>73</sup> Brennan, M. J., & Franks, J. (1997), *Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK*, Journal of Financial Economics, 45(3), 391-413.

N° istituzionali non rilevanti = f (Underpricing, Mkt CapIPO, Flottante, Primary ratio, Venture backed dummy, Top-tier underwriter dummy)

[3]

Utilizzano dunque tre diverse misure di dispersione dell'azionariato: la variazione intervenuta nella compagine azionaria a seguito dell'IPO, la variazione dell'ammontare delle partecipazioni rilevanti e il numero di investitori istituzionali che detengono partecipazioni non rilevanti.

Tra i regressori, oltre all'underpricing, al fine di tenere conto di effetti specifici d'impresa vengono inserite la capitalizzazione di mercato al prezzo di collocamento e tenuto conto dell'aumento di capitale (Mkt CapIPO), l'ammontare di azioni oggetto di IPO rapportato all'ammontare delle azioni che compongono il capitale sociale post-aumento di capitale (Flottante), la quota dell'offerta in aumento di capitale (Primary ratio) e due dummies che tengono conto della presenza pre-IPO nel capitale di un fondo di venture capital (Venture backed) e della qualità dello stesso (Top-tier underwriter). Dai risultati si evince una correlazione negativa tra l'underpricing e la variazione del numero di azionisti: l'incremento marginale dell'underpricing genera una riduzione del numero degli azionisti di circa il 52%. L'underpricing sembra non avere alcun impatto sulla variazione dell'ammontare delle partecipazioni rilevanti, mentre ha una correlazione fortemente positiva con il numero di investitori istituzionali che posseggono partecipazioni non rilevanti.

Both e Chua (1996) oltre a interrogarsi sulle relazioni tra l'underpricing e la gestione dell'azionariato si interrogano anche sulla relazione tra l'underpricing e la liquidità del titolo nel mercato secondario.

Secondo loro esisterebbe una relazione transitiva tra l'underpricing, la frammentazione azionaria e la liquidità del titolo: le IPO sarebbero intenzionalmente scontate per diversificare l'azionariato post-IPO e incrementare, conseguentemente, la liquidità del titolo nel mercato secondario. Partendo dal loro lavoro anche Krigman, Shaw e Womack (1999), Ellis, Michaely e O'Hara (2000) e Ellul e Pagano (2003) riscontrano l'esistenza di una correlazione positiva tra l'underpricing e gli scambi di azioni sul mercato secondario. In particolare Ellul e Pagano (2003) rilevano che la liquidità attesa e il rischio di illiquidità sono alcune delle più importanti determinanti dell'underpricing.

Gli autori mostrano che per le IPOs per le quali si è ipotizzata una illiquidità del titolo nel mercato secondario viene richiesto un più alto premio per il rischio.

Quando un titolo è particolarmente apprezzato si può assistere ad un elevato rapporto di *oversubscription*: la quantità di titoli domandata è superiore alla quantità di titoli in offerta.

Le determinanti dell'*oversubscription* sono, innanzitutto, da ricercare nell'attrattività specifica della società e del settore in cui essa opera.

Per quanto riguarda la società, tanto più essa manifesta importanti tassi di crescita pregressi e prospettici tanto più è una società interessante; tanto più essa manifesta marginalità ed efficienza operativa mediamente migliori rispetto al settore in cui opera, tanto più essa risulterà preferita dagli investitori.

Per quanto riguarda il settore di appartenenza, ovviamente, ci sono settori più graditi di altri: sono preferiti i settori a più alto rapporto rendimento-rischio, mentre sembrano non particolarmente gradite le operazioni relative a emittenti operanti nel settore del commercio.

Il fenomeno dell'*oversubscription* è, poi, fortemente correlato all'andamento dei mercati finanziari: in periodi di forte espansione si assiste ad elevati livelli di *oversubscription*, mentre in periodi di recessione finanziaria si assiste a più bassi livelli di *oversubscription* e in alcuni casi l'offerta non viene neanche coperta per l'intero ammontare.

Mercati più liquidi sembrano poi essere oggetto di maggiori tassi di *oversubscription*.

Ovviamente, a parità delle condizioni appena elencate, il fenomeno dell'*oversubscription* può essere visto come una conseguenza del più alto underpricing concesso agli investitori.

All'aumentare dello sconto sul prezzo concesso, aumenta, infatti, la richiesta di titoli da parte degli investitori e aumenta, conseguentemente, il rapporto di *oversubscription*.

## **5. Letteratura di riferimento in tema di underpricing**

Il fenomeno dell'underpricing rappresenta il fenomeno più rilevante connesso alle operazioni di IPO.

Non solo la letteratura ha documentato l'esistenza dell'underpricing a partire dal 1970, ma essa ha anche fornito evidenze della sua esistenza in tutto il mondo<sup>74</sup>.

Molti studiosi si sono chiesti perché un'impresa decide di "lasciare soldi sul tavolo" quotandosi a un prezzo inferiore al proprio valore economico.

Come suddetto, tutti i modelli teorici sviluppati in letteratura per spiegare il fenomeno dell'underpricing negli IPO si basano sull'ipotesi dell'esistenza di asimmetrie informative, circa il valore economico dell'impresa quotanda, fra i vari soggetti coinvolti nel collocamento (l'impresa, la banca d'investimento, gli investitori esterni)<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> Ibbotson, R. G. (1975), *Price performance of common stock new issues*, *Journal of financial economics*, 2(3), 235-272; Loughran, T., Ritter, J. R., Rydqvist, K. (1994), *Initial public offerings: International insights*, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2), 165-199.

<sup>75</sup> Ci sono altre teorie che spiegano l'underpricing facendo riferimento alla relazione esistente tra emittente e underwriter. Baron e Holmstrom (1980) affermano che l'underwriter è incentivato a fissare un prezzo di collocamento basso per ridurre i costi e l'impegno nella fase di marketing e di distribuzione dei titoli, mentre l'emittente è interessato a massimizzare il ricavato del collocamento (fissando un prezzo di emissione il più elevato possibile). Baron e Holmstrom sottolineano, tuttavia, come un elevato grado di

Rock (1986) ipotizza che vi siano degli investitori meglio informati di altri circa le prospettive e la qualità dell'impresa che colloca i propri titoli in fase di IPO. Quando investitori informati e meno informati sono in competizione fra di loro nell'adesione all'offerta, questi ultimi possono confrontarsi con un problema di *adverse selection*: se il prezzo di offerta è inferiore al valore atteso delle azioni gli investitori meno informati saranno sistematicamente razionati, mentre nel caso in cui il prezzo d'offerta è superiore al valore atteso gli investitori meno informati otterranno tutte le azioni richieste (cosiddetta *winner's curse hypothesis*).

Quindi, il rendimento atteso di un investitore non informato (cioè la differenza fra il valore atteso ed il prezzo d'offerta), sarà negativo. Gli investitori non informati anticipano questo rischio, costringendo l'emittente a trovare forme di incentivo per convincerli ad aderire all'offerta; in particolare, la forma di incentivo

---

concorrenza nell'industria dell'investment banking dovrebbe attenuare il problema di agenzia evidenziato. Inoltre, essi propongono una schematizzazione dei rapporti contrattuali fra emittente e banca d'investimento, basata su di una struttura remunerativa (della banca d'investimento) che tiene esplicitamente in considerazione il prezzo di collocamento. Nel modello di Baron (1982) l'underwriter è in possesso di informazioni sulla domanda potenziale e sullo stato del mercato (dei collocamenti) alle quali l'emittente non ha accesso (informazioni generate, ad esempio, dall'attività di marketing e di raccolta di indicazioni d'interesse nella fase precedente l'offerta); inoltre, l'emittente non può osservare l'impegno dell'underwriter nell'attività di marketing e distribuzione delle azioni, come assunto anche da Baron e Holmstrom (1980). In questo contesto di asimmetrie informative e moral hazard, Baron caratterizza il contratto ottimale fra emittente e underwriter mostrando come può essere conveniente per il primo delegare la scelta del prezzo d'offerta all'underwriter; tuttavia l'underwriter deve essere compensato per l'utilizzo delle informazioni sullo stato del mercato per fissare il prezzo d'offerta. L'incentivo appropriato necessario per risolvere il problema di agency fra emittente e intermediario fa sì che il prezzo d'offerta ottimale sia diverso dalla soluzione di first best che si otterrebbe in assenza di asimmetrie informative e scarsa osservabilità dell'impegno dell'underwriter.

Infine, secondo Shiller (1990), l'underpricing degli IPO è generato dalla banca d'investimento che cura il collocamento per creare l'apparenza di un eccesso di domanda (un'implicazione di questa teoria, è che esisterebbe una correlazione negativa tra underpricing e performance di lungo periodo di un IPO).

individuata è la fissazione di un prezzo di collocamento (sistematicamente) più basso del valore atteso delle azioni che darà luogo all'underpricing.

Beatty e Ritter (1986) utilizzano il modello di Rock (1986) per mostrare come vi può essere una relazione diretta fra underpricing e grado di incertezza sul valore dell'impresa. Essi argomentano che maggiore è l'incertezza sul valore atteso dell'impresa e maggiore sarà il numero di investitori incentivati a investire in informazioni prima di aderire all'offerta. Ciò rende più grave il problema di *adverse selection* evidenziato da Rock per gli investitori che “decidono” di rimanere non informati. In altri termini, maggiore è l'incertezza ex-ante sul valore dell'impresa, maggiore è il rischio connesso all'adesione all'offerta per gli investitori non informati. Il maggiore rischio dovrà essere compensato da un rendimento atteso più elevato da ottenersi attraverso la fissazione di un prezzo di offerta più basso. Nella parte empirica del lavoro Beatty e Ritter utilizzano come proxies dell'incertezza ex-ante l'età dell'impresa, il fatturato nell'ultimo anno pre-IPO, e la dimensione dell'offerta (a dollari costanti). Lo stesso approccio è usato da Ritter (1984).

Allen e Faulhaber (1989) muovono dall'assunto che le imprese abbiano informazioni, circa la qualità dei loro progetti d'investimento, non accessibili da parte degli investitori esterni. Le imprese con migliori prospettive di profittabilità

provano a segnalare, a parità di condizioni, la loro “qualità superiore” attraverso:

i) un prezzo di collocamento più basso (generando underpricing);

ii) la quota di azioni trattenute.

Infatti, collocare con underpricing può essere un segnale credibile, per gli investitori esterni, della qualità dell'impresa poiché solo le imprese "buone" possono recuperare il “costo” dell'underpricing attraverso collocamenti successivi a prezzi più favorevoli. È cruciale, nel modello di Allen e Faulhaber, il fatto che l'incertezza sulla qualità dell'impresa non viene risolta nel momento in cui avviene il secondo collocamento dopo l'IPO, ma perdura fino alla sua liquidazione. Tuttavia, nel momento in cui avviene il secondo collocamento, le imprese di elevata qualità avranno maggiori probabilità di essere valutate come imprese "buone" da parte degli investitori.

Questo modello rappresenta quindi una formalizzazione dell'idea originariamente proposta da Ibbotson (1975), secondo la quale gli IPO sono (deliberatamente) sottoprezzati al fine di consentire successivi collocamenti a prezzi più favorevoli (cosiddetta "leave a good taste" hypothesis). Quindi, una delle implicazioni empiriche del modello è che le imprese che segnalano attraverso un elevato underpricing vendono solo una piccola parte delle azioni in fase di IPO (collocando una quota ridotta di capitale) e tornano successivamente sul mercato per vendere quote più consistenti a prezzi più favorevoli.

Inoltre, Allen e Faulhaber argomentano che il loro modello risulta essere coerente con i risultati di Ibbotson e Jaffe (1975) e di Ritter (1984), che documentano il concentrarsi degli IPO con forti underpricing in alcuni periodi temporali e in specifici settori (si tratta del cosiddetto "hot issue markets"). Infatti, essi sostengono che shocks esogeni nel livello dei profitti attesi in specifici settori industriali rendono più probabile un equilibrio di separazione dove le imprese "buone" si quotano segnalando la loro qualità con consistenti underpricing.

Il modello di Welch (1989) è per molti versi simile a quello di Allen e Faulhaber. Anche in questo caso l'obiettivo dell'impresa è quello di massimizzare i ricavi complessivi dell'IPO e dell'offerta successiva all'IPO. Welch ipotizza, tuttavia, che vi sono dei costi diretti (diversi dall'underpricing) che le imprese di bassa qualità devono sostenere per imitare quelle di qualità elevata; inoltre, a differenza di Allen e Faulhaber, Welch ipotizza che la qualità dell'impresa possa venire rivelata con certezza nel periodo fra l'IPO e l'offerta successiva. Se la probabilità che un'impresa di bassa qualità possa venire individuata come tale prima del secondo collocamento è elevata, l'impresa avrà un basso incentivo a sostenere i costi per imitare le imprese di qualità elevata. Se le imprese "buone" segnalano la loro qualità attraverso l'underpricing i costi di imitazione per le imprese "cattive" divengono ancora più alti; l'underpricing generato da parte delle imprese "buone" può quindi portare ad un equilibrio di separazione in cui le imprese "cattive" sono

costrette a dichiararsi tali non avendo la possibilità di imitare il comportamento di quelle "buone".

Le imprese "buone", d'altro canto, minimizzeranno i costi di underpricing sostenendo solo quelli appena necessari per indurre un equilibrio di separazione, e sfruttando poi nell'offerta successiva all'IPO il fatto di essersi credibilmente segnalate come imprese "buone" (ovvero, spuntando condizioni migliori, in termini di prezzo dei titoli collocati, che permettono loro di "rientrare" dei "costi" sostenuti, nell'IPO, con l'underpricing). Ciò implica, come nel modello di Allen e Faulhaber, che le imprese buone possono voler collocare in fase di IPO solo una parte relativamente ridotta della quota dell'impresa al fine di minimizzare il costo complessivo dell'underpricing.

In sostanza, sia il modello di Welch che quello di Allen e Faulhaber, sostengono che l'underpricing sia un meccanismo per facilitare il ricorso al mercato nel periodo successivo all'IPO. Le loro argomentazioni sono quindi empiricamente testabili e rilevanti solo nel caso in cui vi sia evidenza di collocamenti negli anni immediatamente successivi all'IPO.

## **6. Adozione dei principi contabili nazionali e underpricing**

L'adozione, da parte delle imprese quotande, dei principi contabili internazionali, piuttosto che dei domestic GAAP, può influenzare l'underpricing delle IPO

attraverso due modalità: influenzando la qualità dell'informazione fornita e la comparabilità dei bilanci.

Alcuni studiosi si sono già dedicati allo studio della relazione tra adozione degli IAS/IFRS e fenomeno dell'underpricing.

Dorsman et al. (2011) analizzano l'effetto dell'introduzione degli IFRS sulle performance delle IPO Danesi e, in particolare, sulla performance nel breve e nel lungo periodo. I risultati ottenuti indicano un ridotto livello di underpricing per le imprese IFRS adopter.

Suh (2012) dimostra che l'underpricing è più basso per quelle imprese quotande che adottano i principi contabili internazionali rispetto a quelli utilizzando i principi domestici. In particolare, l'impatto degli IFRS sull'underpricing delle IPO è maggiore per quelle imprese quotate in paesi caratterizzati da un livello di "enforcement"<sup>76</sup> elevato.

Con riferimento alla comparabilità, l'utilizzo degli IFRS sembra aver ridotto l'underpricing in quanto l'utilizzo di un set di principi comuni, a livello mondiale, consente un maggior grado di comparabilità.

Suh dimostra, però, che i benefici della maggiore comparabilità, derivante dall'adozione degli IFRS, sono ottenibili solo nei casi in cui le imprese

---

<sup>76</sup> Con "enforcement" si intende il monitoraggio della "compliance" dei bilanci con gli IFRS e la previsione e l'applicazione di sanzioni nei casi di violazioni. Un "enforcement" incisivo dovrebbe limitare l'opportunismo e la discrezionalità dei managers (Leuz et al., 2003).

comparabili sono anch'esse quotate in giurisdizioni dove il livello di "enforcement" è elevato.

Otero e Enriquez (2012) analizzano le conseguenze dell'adozione dei principi contabili internazionali sulla valutazione delle imprese quotate nel mercato azionario spagnolo dal 1998 al 2009. I risultati delle loro indagini mostrano una significativa differenza tra il livello di underpricing pre e post applicazione dei principi contabili internazionali. In particolare, il livello di underpricing si è significativamente ridotto dopo l'adozione obbligatoria degli standards internazionali così come è cambiato il Market-to-book ratio dei titoli negoziati per la prima volta.

Hong et al. (2014) esaminano l'impatto dell'adozione obbligatoria degli IAS/IFRS sull'underpricing delle IPO e sull'apporto di capitali provenienti dal mercato globale. Essi riscontrano che, in media, l'adozione degli IAS/IFRS è associata con una riduzione dell'underpricing e un incremento dei capitali provenienti da investitori esteri. Inoltre, gli autori rilevano che l'impatto dell'adozione dei principi contabili internazionali sull'underpricing e sulla capacità dell'impresa di ottenere capitali da investitori stranieri è tanto maggiore quanto più i principi contabili internazionali differiscono da quelli domestici e tanto più gli IFRS sono implementati in maniera credibile.

Firth et al. (2013) testano l'ipotesi che l'applicazione degli IFRS migliori la qualità e l'affidabilità dell'informazione contabile riducendo in tal modo

l'eterogeneità delle informazioni. Nello specifico, essi esaminano l'accuratezza della previsione dei profitti (illustrata nel prospetto predisposto per la quotazione) redatta secondo diversi principi contabili, ovvero IFRS e principi contabili australiani (Australian Generally Accepted Accounting Principles). Essi riscontrano che, a seguito dell'adozione degli IFRS, gli errori nelle previsioni sono stati più frequenti e il livello di underpricing è apparso più elevato.

### **7. Lo sviluppo delle ipotesi e la costruzione del modello**

L'ipotesi alla base del presente lavoro riguarda la validità per il mercato delle informazioni fornite dal bilancio, al fine di valutare le azioni delle imprese che accingono a quotarsi sul mercato finanziario italiano.

Se l'adozione degli IFRS migliora la qualità e la comparabilità dei bilanci, facendo riferimento al modello di Rock (1986), gli investitori non dovrebbero sostenere costi per diventare investitori "informati" attraverso l'ottenimento di informazioni riguardanti il valore economico dell'impresa quotanda, poiché tali informazioni sono pubbliche e disponibili a chiunque.

Sulla base della suddetta considerazione, l'ipotesi è la seguente:

L'underpricing delle azioni delle imprese che adottano gli IFRS per la redazione del prospetto di quotazione è inferiore all'underpricing delle imprese che adottano i GAAP italiani per la redazione del suddetto prospetto.

Il database utilizzato in tale studio è composto da tutte le imprese che sono state quotate sul mercato finanziario italiano, Borsa Italiana, dal 2000 al 2013. In questo periodo la totalità delle imprese ha utilizzato il meccanismo del book-building per accedere alla quotazione; tale meccanismo consente che il prezzo venga calibrato sulla base delle domande pervenute.

È dal 1994 che le imprese Italiane utilizzano tale meccanismo per determinare il prezzo di offerta<sup>77</sup>. Utilizzando il meccanismo del book-building il prezzo d'offerta varia in una forchetta di prezzo che viene indicata nel prospetto; tuttavia non sono infrequenti casi in cui il prezzo è fissato al di fuori di tale forchetta. Durante il book-building, gli *underwriters* raccolgono ordini in termini di prezzo e quantità, o senza limiti di prezzo, all'interno di un libro elettronico.

In tal modo, essi creano una curva di domanda composta da tutti gli ordini per ciascun livello di prezzo; il prezzo di offerta sarà poi negoziato tra l'impresa emittente e l'*underwriter* coerentemente con la curva individuata.

Con riferimento al tipo di azioni offerte, l'IPO può consistere nell'offerta di azioni già in possesso degli azionisti pre-esistenti o nell'offerta di azioni emesse in concomitanza con l'operazione di IPO: in tale ultimo caso con l'operazione di IPO viene raccolto nuovo capitale.

---

<sup>77</sup> Cassia, L., Giudici, G., Paleari, S., Redondi, R., (2004), *IPO underpricing in Italy*, Applied Financial Economics, 14(3), 179-194.

Sono state escluse dal campione quelle imprese i cui dati non erano disponibili.

Il campione oggetto di indagine è composto da 143 imprese: 72 imprese hanno redatto i propri prospetti adottando i principi contabili nazionali e 71 hanno utilizzato i principi contabili internazionali.

La lunghezza del periodo deriva dalla necessità di rendere il campione il più ampio possibile. Le imprese che si sono quotate prima del 2000 non sono state considerate a causa della mancanza di dati.

Il database è stato costruito utilizzando le informazioni disponibili sul sito di Borsa Italiana.

Tab. 1 Caratteristiche principali delle IPO dal 2000 al 2013

Companies	Offer data	Offer price	Closing price	Initial return	Market return	Age	Offer size	Industry
Moncler	16/12/2013	10,2	14,97	<b>0,4676</b>	0,0234	61	681.360.000	Clothing
Moleskine	03/04/2013	2,3	2,28	<b>-0,0087</b>	-0,0228	16	244.628.000	Notebooks
brunello cucinelli	27/04/2012	7,75	11,6	<b>0,4968</b>	0,0284	33	158.100.000	Clothing
Ferragamo	29/06/2011	9	9,95	<b>0,1056</b>	0,0148	87	344.475.000	Clothing
Ivs Group	27/01/2011	8,993	8,975	<b>-0,0020</b>	0,0136	0	134.895.000	Vending machine
Enel green power	04/11/2010	1,6	1,6	<b>0,0000</b>	0,0025	3	2.264.000.000	Renewable energies
Yoox	03/12/2009	4,3	4,66	<b>0,0837</b>	-0,0083	9	104.622.023	Internet
Ternienergia (SM)	28/07/2008	1,3	1,7	<b>0,3077</b>	-0,0068	4	7.800.000	Energy
Enervit (SM)	24/07/2008	2	2,451	<b>0,2255</b>	-0,0131	54	3.600.000	Nutritional Supplements
best union co (SM)	20/05/2008	3,4	3,4	<b>0,0000</b>	-0,0112	9	13.260.000	Events management
Rosss (sm)	09/04/2008	2,1	2,015	<b>-0,0405</b>	0,0027	27	6.888.000	Shelvings
ergy capital (SM)	20/03/2008	0,674	0,578	<b>-0,1424</b>	-0,2821	1	12.781.797	Renewable energies
molmed (sm)	05/03/2008	1,48	1,436	<b>-0,0297</b>	0,0165	12	38.653.089	Pharmaceutical
Meridie (mc)	31/01/2008	1	1,095	<b>0,0950</b>	-0,0007	1	100.000	financial
Piquadro	25/10/2007	2,2	2,297	<b>0,0441</b>	0,0062	2	33.484.000	Leather goods
Bouty Healthcare	09/10/2007	1,3	1,362	<b>0,0477</b>	0,0089	5	15.525.467	Healthcare
Rcf Group	27/07/2007	2,8	2,775	<b>-0,0089</b>	0,0045	1	28.000.000	Sound systems
Bialetti Industrie	27/07/2007	2,5	2,592	<b>0,0368</b>	0,0045	5	46.875.000	Housewares
SAT	26/07/2007	12,35	13,31	<b>0,0777</b>	-0,0251	29	22.971.000	Airport services
Aeffe	24/07/2007	4,1	3,899	<b>-0,0490</b>	-0,0161	19	142.680.000	Clothing
B&C Speakers	20/07/2007	5	5,27	<b>0,0540</b>	-0,0132	30	18.000.000	Speakers
DiaSorin	19/07/2007	12,25	12,547	<b>0,0242</b>	0,0039	7	232.750.000	In vitro diagnostics
Cape Live	19/07/2007	1,05	1,023	<b>-0,0257</b>	0,0039	1	24.150.000	Investment company
Enia	10/07/2007	10,1	10,776	<b>0,0669</b>	-0,0110	2	368.283.229	Multiutility
Pramac	03/07/2007	4,2	4,25	<b>0,0119</b>	0,0029	7	45.921.821	Engine generator
Landi Renzo	26/06/2007	4	4,324	<b>0,0810</b>	-0,0056	29	160.000.000	Fuel systems and components

<b>Rdb</b>	19/06/2007	5,1	5,259	<b>0,0312</b>	0,0018	73	67.320.000	Construction
<b>Screen Service B. T.</b>	11/06/2007	1,6	1,630	<b>0,0187</b>	-0,0027	16	110.800.000	Thecnologies
<b>Zignago Vetro</b>	06/06/2007	4,5	4,784	<b>0,0631</b>	-0,0148	28	114.750.000	Glassmaker
<b>Mutuonline</b>	06/06/2007	5,6	6,105	<b>0,0902</b>	-0,0148	2	77.443.268	Internet Services
<b>IW Bank</b>	23/05/2007	4,6	4,903	<b>0,0659</b>	0,0063	16	61.571.000	Online Bank
<b>Mid Industry Capital</b>	11/05/2007	26	24,620	<b>-0,0531</b>	0,0077	1	98.799.454	Investment company
<b>Prysmian</b>	03/05/2007	15	15,888	<b>0,0592</b>	-0,0084	2	1.080.000.000	Energy and Telecom Cables
<b>D'Amico International Shipping</b>	03/05/2007	3,5	3,467	<b>-0,0094</b>	-0,0084	0	209.929.871	Shipping
<b>Conafi Prestitò</b>	12/04/2007	5	5,520	<b>0,1040</b>	-0,0007	19		Financial
<b>Servizi Italia</b>	04/04/2007	8,5	8,2	<b>-0,0353</b>	-0,0017	21	61.540.000	Hospital servicies
<b>Aicon</b>	04/04/2007	4,1	4,659	<b>0,1363</b>	-0,0017	3	143.500.000	Yachts
<b>Toscana Finanza</b>	21/03/2007	3	3,506	<b>0,1687</b>	0,0051	20	25.500.000	Financial
<b>Biancamano</b>	07/03/2007	2,8	2,977	<b>0,0632</b>	-0,0022	3	39.200.000	Waste management
<b>Omnia Network</b>	28/02/2007	5	4,725	<b>-0,0550</b>	0,0074	7	45.000.000	Outsourcing servicies
<b>Cogeme</b>	15/12/2006	3,65	3,8	<b>0,0411</b>	0,0037	15	21.717.500	Automotive
<b>Ascopiave</b>	12/12/2006	1,8	1,908	<b>0,0600</b>	-0,0004	2	146.088.000	Utility
<b>Cobra</b>	12/12/2006	6,9	7,779	<b>0,1274</b>	-0,0004	31	46.747.500	Security systems
<b>Gas Plus</b>	06/12/2006	8,5	9,227	<b>0,0855</b>	0,0010	20	95.625.000	Gas
<b>Banca Generali</b>	15/11/2006	8	9,022	<b>0,1278</b>	0,0029	9	248.976.000	Banks
<b>Poltrona Frau</b>	15/11/2006	2,1	2,907	<b>0,3843</b>	0,0029	30	103.143.600	Furnishings
<b>Elica</b>	10/11/2006	5	5,657	<b>0,1314</b>	0,0058	36	112.500.000	Extractor hoods
<b>Polynt</b>	30/10/2006	1,8	1,897	<b>0,0539</b>	0,0053	51	111.456.000	Polymer
<b>Arkimedica</b>	01/08/2006	1,2	1,26	<b>0,0500</b>	-0,0076	10	26.880.000	Healthcare
<b>Valsoia</b>	14/07/2006	4,4	4,615	<b>0,0489</b>	-0,0026	16	5.512.571	Food
<b>Piaggio</b>	11/07/2006	2,3	2,506	<b>0,0896</b>	-0,0076	21	274.275.679	Motorcycle
<b>Bolzoni</b>	08/06/2006	3,2	3,204	<b>0,0013</b>	-0,0093	34	27.302.870	Industrial
<b>Antichi Pellettieri</b>	07/06/2006	7,7	8,02	<b>0,0416</b>	0,0005	2	113.118.167	Leather goods
<b>Pierrel</b>	23/05/2006	6	5,934	<b>-0,0110</b>	0,0143	1	24.000.000	Pharmaceutical
<b>Nice</b>	19/05/2006	5,7	6,203	<b>0,0882</b>	0,0042	13	210.387.000	Home automation
<b>Saras</b>	18/05/2006	6	5,29	<b>-0,1183</b>	-0,0079	44	2.070.000.000	Energy
<b>Noemalife</b>	10/05/2006	9	12,30	<b>0,3667</b>	-0,0008	20	8.100.000	Hospital IT
<b>Eems</b>	27/04/2006	8,2	9,638	<b>0,1754</b>	-0,0082	62	137.071.200	Semiconductors

<b>Ansaldo STS</b>	29/03/2006	7,8	9,039	<b>0,1588</b>	0,0058	11	406.957.200	Railway transportation
<b>Marazzi</b>	15/02/2006	10,25	9,893	<b>-0,0348</b>	-0,0007	60	295.743.250	Ceramic wares
<b>Kerself</b>	18/01/2006	2,2	3	<b>0,3636</b>	0,0004	8	9.536.173	Photovoltaic systems
<b>Eurofly</b>	21/12/2005	6,4	6,282	<b>-0,0184</b>	0,0055	16	40.320.000	Airline
<b>Safilo</b>	09/12/2005	4,9	4,912	<b>0,0024</b>	-0,0015	3	686.000.000	Optical
<b>Apulia Prontoprestito</b>	07/12/2005	1,28	1,48	<b>0,1563</b>	-0,0022	5	30.720.000	Financial
<b>Eurotech</b>	30/11/2005	3,4	4,304	<b>0,2659</b>	-0,0031	13	29.416.800	PC
<b>Guala Closures</b>	22/11/2005	4,2	4,208	<b>0,0019</b>	0,0003	5	153.631.800	Closures for bottles
<b>Caleffi</b>	09/11/2005	2,8	2,732	<b>-0,0243</b>	0,0005	38	12.261.200	Furnishings
<b>Tamburi Investment Partners</b>	09/11/2005	1,8	2,025	<b>0,1250</b>	0,0005	12	90.000.000	Banks
<b>Anima</b>	26/10/2005	3,3	3,641	<b>0,1033</b>	-0,0006	22	90.420.000	Financial
<b>Bioera</b>	27/07/2005	7	9,6	<b>0,3714</b>	0,0014	16	16.161.250	Organic products
<b>Monti Ascensori</b>	27/07/2005	2	2,4	<b>0,2000</b>	0,0014	17	7.875.000	Elevators
<b>Marr</b>	21/06/2005	6,65	6,574	<b>-0,0114</b>	0,0033	17	175.560.000	Food suppliers
<b>Banca Italease</b>	14/06/2005	9,3	10,88	<b>0,1699</b>	0,0009	37	172.431.300	Bank
<b>Toro</b>	01/06/2005	11,25	12,01	<b>0,0676</b>	0,0086	172	613.710.000	Assurance
<b>Save</b>	25/05/2005	21	21,32	<b>0,0152</b>	0,0014	13	140.070.000	Airport services
<b>Igd</b>	11/02/2005	1,45	1,721	<b>0,1869</b>	0,0032	28	138.402.500	Investment company
<b>Geox</b>	01/12/2004	4,6	<b>5,482</b>	<b>0,1917</b>	0,0111	6	299.000.000	Clothing
<b>Rgi</b>	25/11/2004	13	13,718	<b>0,0552</b>	0,0033	11	3.380.000	Software
<b>Panariagroup</b>	19/11/2004	5,6	5,681	<b>0,0145</b>	-0,0065	16	80.640.000	Ceramic wares
<b>Trevisan</b>	05/11/2003	3,1	3,095	<b>-0,0016</b>	-0,0031	3	34.410.000	Solutions on aluminium extrusions
<b>Isagro</b>	05/11/2003	4	3,85	<b>-0,0375</b>	-0,0031	15	32.811.900	Chemical
<b>Hera</b>	26/06/2003	1,225	1,25	<b>0,0204</b>	0,0031	8	373.625.000	Utility
<b>Meta</b>	28/03/2003	1,95	1,851	<b>-0,0508</b>	0,0006	6	85.242.300	Utility
<b>Fiera Milano</b>	12/12/2002	7,5	7,517	<b>0,0023</b>	-0,0101	2	97.500.000	Services for fairs
<b>Socotherm</b>	11/12/2002	3,5	3,49	<b>-0,0029</b>	0,0022	143	45.500.000	Energy transportation
<b>Cit</b>	27/11/2002		2,003	<b>0,0542</b>	0,0355	75	18.430.000	Turist services
<b>Asm</b>	12/07/2002	1,85	1,85	<b>0,0000</b>	-0,0237	94	333.000.000	Utility
<b>Pirelli Real Estate</b>	25/06/2002	26	23,47	<b>-0,0973</b>	-0,0017	41	367.900.000	Real estate
<b>Astaldi</b>	06/06/2002	3,1	3,08	<b>-0,0065</b>	-0,0114	76	110.980.000	Construction

Juventus	20/12/2001	3,7	3,485	<b>-0,0581</b>	-0,0085	104	143.190.000	Football team
Snam Rete Gas	06/12/2001	2,8	2,971	<b>0,0611</b>	0,0003	1	1.915.200.000	Gas supplier
Negri Bossi	06/11/2001	2,85	2,748	<b>-0,0358</b>	-0,0195	54	31.920.000	Injections Moulding Machines
Esprinet	25/07/2001	14	14,18	<b>0,0129</b>	-0,0061	1	15.345.428	Hardware and Software
De'Longhi	24/07/2001	3,4	3,4	<b>0,0000</b>	0,0010	99	163.200.000	Domestic appliances
Campari	06/07/2001	31	29,88	<b>-0,0361</b>	-0,0131	55	393.855.000	Soft drinks
Giacomelli	04/07/2001	2,25	2,246	<b>-0,0018</b>	-0,0052	9	45.675.000	Sportive clothing
It Way	04/07/2001	12,25	15,15	<b>0,2367</b>	-0,0052	5	20.357.552	IT
Amplifon	27/06/2001	20	24,05	<b>0,2025</b>	0,0039	51	96.740.000	Hearing aids
Biesse	22/06/2001	9	9,01	<b>0,0011</b>	0,0032	31	86.292.000	Equipments to machine wood and glass
Algol	15/06/2001	10,5	9,178	<b>-0,1259</b>	-0,0026	22	8.925.000	IT
Air Dolomiti	13/06/2001	12	11,954	<b>-0,0038</b>	0,0003	14	25.200.000	Airline
Granitifiandre	13/06/2001	8	7,96	<b>-0,0050</b>	0,0003	21	113.600.000	Sanitary wares
I Viaggi del Ventaglio	30/05/2001	4,5	4,063	<b>-0,0971</b>	-0,0113	25	41.175.000	Tour Operator
Lottomatica	17/05/2001	4,75	4,698	<b>-0,0109</b>	-0,0081	11	200.925.000	Gaming
Dmail	22/12/2000	17,5	16,79	<b>-0,0406</b>	0,0045	1	25.375.000	Ecommerce
Enginnering	12/12/2000	40	41,16	<b>0,0290</b>	0,0018	20	100.000.000	Informatics
el.en	11/12/2000	26	25,142	<b>-0,0330</b>	-0,0009	19	35.204.000	High Tech
Reply	06/12/2000	18	15,99	<b>-0,1117</b>	-0,0162	5	35.460.000	Clothing
Saeco	04/12/2000	3,36	4	<b>0,1905</b>	-0,0180	19	186.852.456	Housewares
Luxottica	04/12/2000	16,8	17,27	<b>0,0280</b>	-0,0180	19	174.468.000	Eyeglass frames and sunglasses
aem torino	01/12/2000	2,7	3,203	<b>0,1863</b>	-0,0080	93	243.810.000	Energy
Fidia	27/11/2000	14	14,049	<b>0,0035</b>	-0,0068	26	16.800.000	High Tech
Novuspharma	09/11/2000	80	79,32	<b>-0,0085</b>	0,0067	17	200.000.000	Pharmaceutical
tod's	06/11/2000	40	47,86	<b>0,1965</b>	0,0043	14	302.500.000	Clothing
centrale del latte di torino	03/11/2000	6,8	6,93	<b>0,0191</b>	0,0032	50	23.456.600	Dairy products
cad it	26/10/2000	32	36,94	<b>0,1544</b>	0,0031	13	69.376.000	Software
digital bros	20/10/2000	16	21,36	<b>0,3350</b>	0,0005	11	40.000.000	Gaming
bb biotech	19/10/2000	1,185	1,25	<b>0,0549</b>	0,0124	7	296.250	Biotechnologies
data service	18/10/2000	40	49,85	<b>0,2463</b>	0,0057	13	44.560.000	High Tech
Datamat	12/10/2000	23	20,94	<b>-0,0896</b>	-0,0111	29	185.014.806	IT

<b>Vitaminic</b>	12/10/2000	26	24,3	<b>-0,0654</b>	-0,0111	1	31.200.000	Internet and Music
<b>Acotel</b>	09/08/2000	54	86	<b>0,5926</b>	0,0063	0	44.982.000	Service provider
<b>te Sistema</b>	04/08/2000	40,7	38,51	<b>-0,0538</b>	0,0002	18	41.514.000	IT
<b>Cto</b>	04/08/2000	23	22,59	<b>-0,0178</b>	0,0002	17	47.794.000	Software
<b>Eplanet</b>	03/08/2000	80	79,45	<b>-0,0069</b>	-0,0129	1	120.000.000	Telecommunication
<b>Aisoftware</b>	01/08/2000	26	24,77	<b>-0,0473</b>	-0,0018	17	22.100.000	Softwaer
<b>Inferential</b>	01/08/2000	46	52,81	<b>0,1480</b>	-0,0018	12	41.400.000	Web services
<b>biosearch italia</b>	31/07/2000	42,5	56,77	<b>0,3358</b>	0,0094	4	160.650.000	Biotechnologies
<b>mariella burani fashion group</b>	21/07/2000	7	6,585	<b>-0,0593</b>	-0,0090	41	70.000.000	Clothing
<b>cairo communication</b>	18/07/2000	65	60,47	<b>-0,0697</b>	-0,0021	5	113.750.000	Communication
<b>Lavorwash</b>	12/07/2000	6,2	5,67	<b>-0,0855</b>	-0,0016	25	33.384.520	Pressure washers
<b>Txt</b>	12/07/2000	75	75	<b>0,0000</b>	-0,0016	11	39.765.000	Software
<b>Aeroporto di Firenze</b>	11/07/2000	8,1	10,22	<b>0,2617</b>	0,0082	16	24.641.820	Airport
<b>caltagirone editore</b>	07/07/2000	18	15,77	<b>-0,1239</b>	0,0142	1	630.000.000	Publishing
<b>cdc point</b>	06/07/2000	34	30,9	<b>-0,0912</b>	0,0109	14	83.300.000	Informatics
<b>Euphony</b>	04/07/2000	58	53,97	<b>-0,0695</b>	0,0009	17	87.580.000	Communication
<b>Dada</b>	29/06/2000	33,5	34,32	<b>0,0245</b>	-0,0184	5	111.957.000	Internet service provider
<b>Mondo tv</b>	28/06/2000	64	72,24	<b>0,1288</b>	0,0111	36	51.200.000	Animation production
<b>Ferretti</b>	23/06/2000	2,4657	2,513	<b>0,0192</b>	0,0152	32	133.764.225	Yachts
<b>Meliorbanca</b>	13/06/2000	6,4	6,91	<b>0,0797</b>	0,0138	73	118.400.000	Bank
<b>Art'è</b>	31/05/2000	45	67,19	<b>0,4931</b>	-0,0145	8	46.170.000	Artwork sales
<b>Tas</b>	26/05/2000	35	57,17	<b>0,6334</b>	0,0162	18	17.500.000	Software
<b>As Roma</b>	23/05/2000	5,5	5,67	<b>0,0309</b>	0,0102	73	71.500.000	Football team
<b>e.biscom</b>	30/03/2000	160	222,38	<b>0,3899</b>	0,0010	1	1.520.000.000	Telecommunication

Il nome delle imprese e la distribuzione delle informazioni per anno è contenuta nella Tab. 1; in quest'ultima sono indicate, inoltre, le caratteristiche principali delle imprese quotande nel periodo analizzato.

La distribuzione evidenzia che l'anno più prolifico è stato il 2000 con 42 operazioni di IPO.

Dal 2008 si osserva un calo nel numero di operazioni probabilmente a causa della crisi finanziaria che ha caratterizzato la finanza mondiale a partire dal 2008, quale conseguenza della crisi del 2007 avviata negli Stati Uniti.

I dati prodotti dall'Osservatorio Europeo sulle IPO evidenziano un calo del numero e del valore delle IPO nei primi nove mesi del 2008. I

n particolare, si sono registrate 271 IPO in Europa, il 53% in meno rispetto ai primi nove mesi del 2007. Tale crollo è il più significativo dall'apertura dell'Osservatorio nel 2002 e conferma la forte relazione tra l'andamento dei mercati finanziari e la decisione di procedere con la quotazione

## **8. Statistiche descrittive**

La principale variabile d'interesse ai fini del presente studio, l'underpricing, è misurata quale differenza percentuale tra il prezzo di offerta e il prezzo di quotazione nel primo giorno di collocamento sul mercato secondario<sup>78</sup>.

Con *market return* si intende la variazione dell'indice di mercato nel primo giorno di quotazione.

Ai fini dell'analisi sono state considerate quali ulteriori variabili l'età, determinata come numero di anni intercorrenti tra l'anno di fondazione dell'impresa quotanda e l'anno di quotazione, e la dimensione dell'offerta intesa quale prodotto tra il numero di azioni offerte e il relativo prezzo.

Con riferimento ai principi contabili adottati, è stata adoperata una variabile dicotomica (IFRS) uguale a 1 per le imprese adottanti i principi contabili internazionali e pari a zero in caso contrario.

---

<sup>78</sup> Boulton T. J., Smart S. B., Zutter C. J. (2011), *Earnings quality and international IPO underpricing*, *The Accounting Review*, 86(2), pp 483-505.

Tab. 2 Statistiche Descrittive

INITIAL RETURN				
	Percentiles	Smallest		
1%	-.1259048	-.1424332		
5%	-.0911765	-.1259048		
10%	-.0581081	-.1238889	Obs	143
25%	-.011	-.1183333	Sum of Wgt.	143
50%	.029		Mean	.0712917
		Largest	Std. Dev.	.1438655
75%	.12775	.4931111		
90%	.2617284	.4967742	Variance	.0206973
95%	.3714286	.5925926	Skewness	1.569215
99%	.5925926	.6334286	Kurtosis	5.666737

market return				
	Percentiles	Smallest		
1%	-.0250944	-.282107		
5%	-.0180349	-.0250944		
10%	-.0131004	-.0236842	Obs	143
25%	-.0075554	-.0228	Sum of Wgt.	143
50%	.0002996		Mean	-.0024709
		Largest	Std. Dev.	.0254159
75%	.0042677	.016521		
90%	.0108624	.0234	Variance	.000646
95%	.0143452	.0284405	Skewness	-9.366445
99%	.0284405	.0354987	Kurtosis	104.0189

age				
	Percentiles	Smallest		
1%	0	0		
5%	1	0		
10%	1	0	Obs	143
25%	5	1	Sum of Wgt.	143
50%	16		Mean	23.47552
		Largest	Std. Dev.	27.87493
75%	29	99		
90%	60	104	Variance	777.0117
95%	76	143	Skewness	2.420798
99%	143	172	Kurtosis	10.36309

offer size				
	Percentiles	Smallest		
1%	296250	100000		
5%	7875000	296250		
10%	1.53e+07	3380000	Obs	143
25%	2.94e+07	3600000	Sum of Wgt.	143
50%	8.06e+07		Mean	1.73e+08
		Largest	Std. Dev.	3.41e+08
75%	1.60e+08	1.52e+09		
90%	3.44e+08	1.92e+09	Variance	1.16e+17
95%	6.30e+08	2.07e+09	Skewness	4.406571
99%	2.07e+09	2.26e+09	Kurtosis	23.85373

Le imprese che hanno adottato i principi contabili italiani per la redazione dei prospetti sono state caratterizzate da un underpricing medio del 5,9%, mentre quelle imprese che hanno adottato gli IFRS mostrano un underpricing medio dell'8,42%.

Tali livelli di underpricing sono inferiori rispetto a quelli rilevati da Cassia et al. (2004) che individuano un underpricing medio del 15,46% per le imprese quotate sul mercato italiano dal 1991 al 2001.

L'underpricing in Italia è, in media, inferiore di quello statunitense, facendo riferimento ai dati forniti da Ritter (2008) che riscontra un underpricing medio del 22,3% dal 1990 al 2008.

Le imprese quotande *Italian GAAP adopters* hanno in media 27 anni. Tuttavia, tale variabile presenta valori estremi (143 e 0) che potrebbero alterare la media.

Le imprese *IFRS adopters* hanno in media 20 anni. Anche in tale caso tale variabile presenta un valore massimo di 172 e minimo di zero; quest'ultimo caratterizzante le imprese quotate in concomitanza con la costituzione.

Ai fini del presente studio, è stato adoperato il T-Test per comparare gli underpricing medi delle imprese adottanti i principi contabili domestici con l'underpricing medio delle imprese che nei propri prospetti hanno adottato gli IFRS.

Tab. 3 Two sample T-Test with unequal variances

. ttest INITIALRETURN, by(IFRSGAAP)

Two-sample t test with equal variances						
Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	72	.0585895	.0186043	.1578631	.0214935	.0956855
1	71	.0841728	.0151866	.1279644	.0538842	.1144615
combined	143	.0712917	.0120306	.1438655	.0475094	.095074
diff		-.0255833	.0240507		-.07313	.0219633
diff = mean(0) - mean(1)					t = -1.0637	
Ho: diff = 0					degrees of freedom = 141	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.1446		Pr(  T   >   t  ) = 0.2893		Pr(T > t) = 0.8554		

I risultati del T-Test mostrano che la differenza tra le medie dei due campioni non è significativa; tale primo risultato suggerisce che l'adozione degli IFRS potrebbe non aver migliorato la qualità e la comparabilità dei bilanci.

## 9. Modello di regressione logistica

Al fine di testare la nostra ipotesi, è stato adoperato il modello di regressione logistica. Non si è scelto di adoperare il modello di regressione multipla in quanto l'ipotesi di distribuzione normale non è verificata.

Per condurre l'analisi adottando il modello di regressione logistica è stato necessario trasformare la variabile underpricing in una variabile dicotomica

uguale a uno per valori inferiori alla mediana del campione e uguale a zero in caso contrario.

La scelta della regressione logistica è finalizzata a verificare che, quando la variabile underpricing passa da zero a uno, aumenta la probabilità che la variabile IFRS diventi pari a uno.

Per effettuare tale verifica, l'underpricing è stato adoperato quale variabile dipendente mentre l'adozione degli IFRS, il *market return*, l'età e la dimensione dell'offerta sono stati considerati quali variabili dipendenti.

Il *market return* è stato utilizzato per neutralizzare gli effetti sull'underpricing del trend del mercato nel giorno di quotazione.

L'età e la dimensione dell'offerta sono stati considerati nell'analisi in quanto studi individuano una relazione negativa tra queste ultime e l'underpricing delle IPO (Beatty e Ritter, 1986; Ritter, 1984).

Tab. 4 Logistic regression

Logistic regression

Number of obs =	143
LR chi2(4)=	20.74
Prob > chi2=	0.0004
Pseudo R2=	0.1046

Log likelihood = -88.745832

dic	Odds Ratio	Std. Err.	z	P >  z	[95% Conf. Interval]
IFRSGAAP	3.712595	1.353165	3.60	0.000	1.817323 7.584431
marketreturn	1.83e+18	3.62e+19	2.12	0.034	25.73937 1.30e+35
age	1.004344	.0068137	0.64	0.523	.9910782 1.017788
offersize	1	5.20e-10	-0.32	0.751	1 1
_cons	.498219	.1595622	-2.18	0.030	.2659561 .93332

Il modello di regressione logistica appare significativo dal punto di vista inferenziale.

I risultati dimostrano che le variabili che sembrano influenzare l'underpricing sono la scelta dell'azienda di adottare gli IFRS e il *market return*. In particolare l'underpricing sembra aumentare per le imprese che adottano i principi contabili internazionali.

Tale evidenza rappresenta un ulteriore passo in avanti nel suggerire che l'adozione di un nuovo e diverso standard di principi potrebbe non aver prodotto benefici sulla comparabilità e qualità dei bilanci, riducendo così l'underpricing delle IPO.

### **10. Limiti dell'analisi e possibili sviluppi<sup>79</sup>**

Il presente studio soffre di due limiti significativi:

- la dimensione del campione limitata;
- il riferimento esclusivo al mercato italiano.

Il primo limite si collega inevitabilmente alle caratteristiche del tessuto imprenditoriale italiano, composto da imprese di piccole e medie dimensioni dove caratteristica peculiare è la commistione tra proprietà e management. Tali caratteristiche fanno sì che le imprese che decidono di esporsi, aprendosi al

---

<sup>79</sup> Per gli spunti di riflessione riguardanti gli sviluppi futuri del presente lavoro, si ringrazia il Dott. Renato Maviglia, responsabile Ufficio prospetti Equity e IPO Consob.

mercato finanziario, rappresentino solo una piccolissima percentuale della totalità delle imprese italiane.

Il riferimento esclusivo al mercato italiano rappresenta un limite e allo stesso tempo un punto di partenza per estendere l'analisi anche agli altri Paesi investiti dalla "rivoluzione" contabile dei principi contabili internazionali.

In merito agli sviluppi futuri, interessante è l'estensione dell'analisi alle imprese che decidono di quotarsi sul Mercato Alternativo del Capitale (AIM), il mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita.

Per tale mercato, in fase di ammissione non è richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo ai sensi della direttiva prospetti e successivamente non è richiesta la pubblicazione dei resoconti trimestrali di gestione. Il mercato si basa sulla presenza di una figura chiave: il Nominated Adviser (Nomad), soggetto responsabile nei confronti di Borsa Italiana, incaricato di valutare l'appropriatezza della società ai fini dell'ammissione e in seguito di assisterla, guidarla e accompagnarla per tutto il periodo di permanenza sul mercato.

Per tali imprese non vi è l'obbligo di redigere i bilanci secondo i principi contabili internazionali; ad esse, infatti è data la facoltà di scegliere tra principi contabili internazionali e domestici. Tale circostanza rende le operazioni di quotazione sull'AIM terreno fertile per analizzare le conseguenze sulla valutazione delle aziende della scelta da parte delle aziende stesse

Dato il modesto numero di imprese ad oggi quotate su tale mercato, nonché su quello primario, aperto è il dibattito tra gli addetti al settore con riguardo al trade-off esistente tra i benefici rinvenienti dall'adozione dei principi contabili internazionali e i costi collegati a un complesso processo di "digestione" della mentalità che ne è alla base. Infatti, come già ampiamente discusso nei capitoli precedenti, i principi IAS/IFRS sebbene siano stati concepiti quale "abito" per quelle imprese che sono orientate ai mercati, con l'intento di favorirne gli investitori, portano con sé un complesso e costoso processo di formazione, conversione e adattamento.

## **Conclusioni**

Con l'adozione dei principi contabili internazionali, l'Unione Europea ha dato avvio alla sfida più significativa, dal punto di vista contabile, degli ultimi decenni.

Il presente lavoro, prendendo avvio da una disamina dei più autorevoli studi in tema di underpricing, nasce con l'intento di analizzare gli effetti su tale fenomeno e, di conseguenza, sulla significatività delle informazioni contabili, dell'adozione dei principi contabili internazionali.

Analizzando un campione composto da tutte le imprese italiane quotate dal 2000 al 2013 si è voluto, infatti, analizzare l'impatto di informazioni redatte secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS sull'underpricing delle IPO, indagando sugli effetti di tale adozione sulla qualità e comparabilità dei bilanci.

Il risultato di tale analisi mostra che l'adozione dei principi contabili internazionali sembrerebbe aver lasciato inalterato il livello di underpricing.

Così come ampiamente approfondito nel presente lavoro, la letteratura più autorevole in tema di underpricing individua nelle asimmetrie informative tra i soggetti coinvolti nel processo di quotazione la causa principale di tale fenomeno.

Ponendo a base tale spiegazione dell'underpricing, i risultati della presente analisi suggeriscono che l'adozione di un set di standards, quali i principi contabili internazionali, proposti quali standards dotati di maggior utilità e contenuto

informativo, potrebbe non aver generato significativi miglioramenti nella qualità e comparabilità in un paese quale l'Italia, caratterizzata da proprie peculiarità in materia di tessuto imprenditoriale, struttura dei mercati finanziari, sistema legislativo, tradizioni contabili.

Autorevoli studi affermano che l'adozione dei principi IAS/IFRS potrebbe non migliorare la qualità e la comparabilità dei bilanci a causa di altre variabili neutralizzanti gli effetti positivi ricondotti all'adozione di tali standards (Barth et al., 2008).

In particolare, le variabili individuate sono: l'efficacia del sistema legale, le tradizioni contabili del Paese e la credibilità della concreta ed effettiva adozione dei principi (Street e Gray, 2001; Cairns, 1999; Ball et al., 2003; Burgstahler et al., 2006).

Tra le variabili individuate come possibili elementi di disturbo del prodursi degli effetti positivi ricondotti all'adozione dei principi contabili internazionali, ruolo principe è, appunto, attribuito all'*enforcement*, il cui livello è misurato dal Rule of Law index costruito Kaufmann et al. (2007)<sup>80</sup>.

Con attività di *enforcement*, si fa riferimento al monitoraggio dell'aderenza delle informazioni contabili ai principi contabili internazionali e all'adozione di sanzioni appropriate nei casi di violazioni emerse in fase di revisione.

---

<sup>80</sup> Esempi dell'utilizzo di tale indice quale misura dell'*enforcement* sono rappresentati da Suh (2012), Ahmed et al. (2012), Hong et al. (2014).

Il Rule of Law Index, misurante, per l'appunto, il livello di *enforcement*, cattura la percezione degli agenti riguardo alla fiducia e al rispetto delle regole della società, e in particolare la tutela della proprietà, delle minoranze, dei contratti e il funzionamento della giustizia.

Un'impresa viene classificata come appartenente in un paese di “strong enforcement” se l'indice Rule of Law è uguale o superiore alla mediana del campione.

Con particolare riferimento all'Italia, essa presenta un Rule of Law Index di 0.53; tale indice risulta essere al di sotto della mediana del campione considerate da Kaufmann, lasciando intuire per il nostro paese un basso livello di credibilità nell'applicazione dei principi contabili internazionali.

Suh (2012) analizza gli effetti dell'adozione obbligatoria dei principi contabili internazionali sull'underpricing delle IPO considerando imprese localizzate in diversi Paesi. I risultati delle sue indagini mostrano che l'underpricing delle IPO è inferiore nei casi di imprese residenti in paesi caratterizzati da uno “strong enforcement” e, inoltre, esso tende a decrescere nei casi di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione localizzate esse stesse in Paesi dallo “strong enforcement”. Sulla base dei suddetti risultati, l'adozione dei principi contabili IFRS potrebbe non aver ridotto l'underpricing in quanto nel nostro Paese, essendo caratterizzato da un “weak enforcement”, tali principi non sono stati adottati con sufficiente credibilità.

I risultati del presente lavoro suggeriscono agli standards setters che la mera adozione di un nuovo complesso di principi, seppur sulla carta dotati di maggior potere informativo, non sembra avere risultati universalmente significativi sulla qualità e comparabilità dei bilanci.

Ciò corrobora l'ipotesi che il cambiamento contabile deve necessariamente essere accompagnato con un ripensamento critico dei fattori che influenzano l'effettiva applicazione di Principi introdotti con lo scopo di migliorare, in termini di utilità e ricchezza, le informazioni di natura contabile offerte agli stakeholder.

## **Bibliografia**

Ahmed A. S., Neel M., Wang E. (2012), Does Mandatory Adoption of IFRS Improve Accounting Quality? Preliminary Evidence, *Contemporary Accounting Research*, 30(4), pp. 1344–1372.

Akerlof G.A. (1970), “The market for ‘lemons’: Quality uncertainty and the market mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, 84, pp 488 e ss.

Allen F., Carletti E. (2008), “Mark-to-market accounting and liquidity pricing”, *Journal of Accounting and Economics*, 45, pp 358 e ss.

Allen F., Faulhaber G. R. (1989), Signalling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of financial Economics*, 23(2), pp. 303-323.

Amodeo D. (1964), *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli.

Ardemani, E. (1958), *L'avviamento dell'impresa*, Dott. Carlo Marzorati.

Ashbaugh H. (2001), “Non-U.S. firms’ accounting standards choices”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 20(2), pp 129 e ss.

Ashbaugh H., Pincus M. (2001), “Domestic Accounting Standards, International Accounting Standards, and the Predictability of Earnings”, *Journal of Accounting Research*, 39, pp 417 e ss.

Azzali S., 2002, *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Il Sole 24 Ore.

Armstrong C. S., Barth M. E., Jagolinzer A. D. and Riedl E. J. (2010), Market reaction to the adoption of IFRS in Europe, *The Accounting Review*, 85(1), pp. 31-61.

Aubert F., e Grudnitski G. (2012), “Analysts’ estimates: What they could be telling us about the impact of IFRS on earnings manipulation in Europe”, *Review of Accounting and Finance*, 11, pp 53 e ss.

Balducci D, (2006), *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG Srl.

- Ball R. (2006), International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors, *Accounting and Business Research*, 36(Special issue), pp. 5-27.
- Ball R., Robin A., Wu J. S. (2003), Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries, *Journal of Accounting and Economics*, 36, pp. 235–270.
- Ball R., Shivakumar L. (2008), Earnings quality at initial public offerings, *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), pp. 324-349.
- Baron D. P. (1982), A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues, *The Journal of Finance*, 37(4), pp. 955-976.
- Baron D. P. and Holmström B. (1980), The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem, *The Journal of Finance*, 35(5), pp. 1115-1138.
- Barontini, R. (1999), "Valori di mercato, indicatori di borsa e metodi indiretti di valutazione del capitale d'impresa.", in AA.VV., *Manuale di Finanza Aziendale*.
- Barth M. E., Cram D. P., Nelson K. K. (2001), Accruals and the prediction of future cash flows, *The accounting review*, 76(1), 27-58.
- Barth M. E., Landsman W. R. and Lang M. H. (2008), International Accounting Standards and Accounting Quality, *Journal of Accounting Research*, 46(3), pp. 467-498.
- Bartolacci F. (2008), "Gli impatti prodotti dall'introduzione di principi contabili internazionali sui sistemi informativi e di controllo di gestione. Un'indagine empirica su alcuni gruppi aziendali", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 6.
- Bartov E., Goldberg S., Kim M. (2005), "Comparative Value Relevance Among German, U.S. and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 20, pp 95 e ss.
- Basu S. (1997), "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 24, pp 3 e ss.
- Bauer, R. (2007a), "Ifrs applicabili anche alle PMI: come e quando? ", *Amministrazione & Finanza*, 15.

- Bauer R. (2007b), “Quali principi contabili per le PMI? ”, *Amministrazione & Finanza*, 24.
- Beatty R., Ritter J. (1986), Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 213–232.
- Beyer A., Cohen D.A., Lys T.Z, Walther B.R. (2010), “The financial reporting environment: Review of the recent literature”, *Journal of Accounting and Economics*, 50, pp 296 e ss.
- Benston G.J. (2008), “The shortcomings of fair-value accounting described in SFAS 157”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, pp 101 e ss.
- Bianchi M.T. (2008), “Il bilancio delle piccole e medie imprese fra novità normative e principi contabili internazionali ad hoc”, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 1, pp 33 e ss.
- Biais, B., Bossaerts, P., Rochet, J. C. (2002), An optimal IPO mechanism, *The Review of Economic Studies*, 69(1), pp 117-146.
- Byard D., Ying L., Yong Y. (2011), The effect of mandatory IFRS adoption on financial analysts’ information environment, *Journal of Accounting Research*, 49, pp. 69–9.
- Bodnaruk A., Kandel E., Massa M., Simonov A. (2005), Shareholder diversification and the decision to go public, *European Finance Association conference*.
- Bonaci C.G., Tudor A.T. (2011), “Fair Value Empirical Studies: an Overview on Accounting Research Literature”, *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 13.
- Booth J., Chua L. (1996), Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics* 41, pp 291-310.
- Botosan C.A. (1997), “Disclosure Level and the Cost of Equity Capital”, *The Accounting Review*, 72, pp 323 e ss.
- Boulton T., Smart S., Zutter C. (2011), Earnings quality and international IPO underpricing, *The Accounting Review*, 86, pp. 483–505.

Brugger, G. (1989), La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia, *Finanza, marketing e produzione*, 1, pp 33-52.

Burgstahler D. C., Hail L., Leuz, C. (2006), The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms, *The Accounting Review*, 81(5), pp 983-1016.

Cairns D. (1999), Degrees of compliance, *Accountancy International*, pp 68-69.

Callaoa, S., Jarnea J.I. (2010), “Have IFRS Affected Earnings Management in the European Union? ”, *Accounting in Europe*, 7, pp 159 e ss.

Cameran M., Campa D. (2012), La qualità del reddito migliora con l'adozione degli IAS/IFRS?. Il caso delle società italiane non quotate, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 63(2), pp 275 e ss.

Cantele S., Guerrini A. (2011), “IAS/IFRS e controllo di gestione. L’evoluzione del bilancio gestionale ad uso interno in seguito all’adozione dei principi contabili internazionali”, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 111, pp 46 e ss

Capkun V., Collins D., Jeanjean, T. (2012), Does adoption of IAS/IFRS deter earnings management?, Working paper, University of Iowa, HEC Paris, and ESSEC Business School.

Cassia L., Giudici E., Paleari S., Redondi R. (2004), IPO underpricing in Italy, *Applied Financial Economics*, 14(3), pp. 179- 194.

Chemmanur T. J. (1993), The pricing of initial public offerings: A dynamic model with information production, *The Journal of Finance*, 48(1), pp 285-304.

Chen S., Chen X., Cheng Q. (2008), “Do family firms provide more or less voluntary disclosure?”, *Journal of Accounting Research*, 46, pp 499 e ss.

Choi F.D.S., Meek G. (2005), *International Accounting*, 5th edition, (Upper Saddle River: Pearson-Prentice Hall).

Christensen H., Lee E., Walker M. (2007), “Cross-Sectional Variation in the Economic Consequences of International Accounting Harmonisation: The Case

of Mandatory IFRS Adoption in the UK”, *International Journal of Accounting*, 42, pp 341 e ss.

Cooke T.E. (1992), “The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations”, *Accounting and Business Research*, 22, pp 229 e ss.

Cotta Ramusino, E., Rinaldi L. (2003), *La valutazione d’azienda*, Il sole 24.

Cuijpers R., Buijink W. (2005), “Voluntary adoption of non-local GAAP in the European Union: A study of determinants and consequences”, *European Accounting Review*, 14, pp 487 e ss.

Damodaran A, 2010, *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore.

Daske H., Hail L., Leuz C., Verdi R. (2008), Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences, *Journal of Accounting Research* 46(5), pp. 1085–1142.

DeFond M., Hu X., Hung M., Li S. (2011), The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: the role of comparability, *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), pp. 240–258.

Dell’Acqua A., Gremmo D., (2012), I metodi di valutazione delle IPO in Italia: analisi ed evoluzione nel periodo 1997-2010, In *La valutazione delle aziende* n. 62/2012.

Del Pozzo A. (2007), “I punti controversi delle valutazioni al fair value emergenti dal framework dello IASB”, in *L’analisi degli effetti sul bilancio dell’introduzione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, Rirea.

De Sarno M. (2005), *Misurazione e comunicazione dei valori aziendali*, Giappichelli Editore, Torino.

Dessy A. (1994), Il ricorso ai metodi reddituali e finanziari (levered e unlevered) nella valutazione delle aziende: alcune considerazioni critiche, in *Finanza, Marketing e Produzione* n.1.

Dorsman A., Gounopoulos D., Wildeboer D. (2011), *IFRS Adoption and performance of Dutch IPOs*, Available at SSRN 1769999.

Dumontier P., Maghraoui R. (2006), “Adoption volontaire des IFRS, asymétrie d’information et fourchettes de prix: L’impact du contexte informationnel”, *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 2, pp 27 e ss.

Dumontier P., Raffournier B. (1998), Why firms comply voluntarily with IAS: an empirical analysis with Swiss data, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 9(3), pp 216-245.

Easley D., O’Hara M. (2004), “Information and the Cost of Capital”, *The Journal of Finance*, 59, pp 1553 e ss.

Eccher E., Ramesh K., Thiagarajan R. (1996), “Fair value disclosures by BHCs”, *Journal of Accounting and Economics*, 22, pp 79 e ss.

El-Gazzar S.M., Finn P.M., Jacob R. (1999), “An empirical investigation of multinational firms’ compliance with International Accounting Standards”, *The International Journal of Accounting*, 34, pp 239 e ss.

Ellis K., Michaely R., O’Hara M. (2000), When the underwriter is the market maker: an examination of trading in the IPO aftermarket. *Journal of Finance*, 55, pp 1039-1074.

Ellul A., Pagano M. (2006). IPO underpricing and after-market liquidity. *Review of Financial Studies*, 19(2), pp 381-421.

Ferrando, P. M. (1999), Risorse e risorse immateriali. Natura e implicazioni per il valore dell’impresa, PM Ferrando, L. Fadda, RP Dameri, *Saggi sull’immaterialità nell’economia delle imprese*, Torino, Giappichelli.

Ferrari G.E., Iannuzzi C., (1998), La valutazione d’azienda e la quotazione in borsa: l’evoluzione delle metodologie valutative adottate ai fini del certificato peritale, In *La valutazione delle aziende* n. 8, marzo, p 69.

Ferrero, G. (1966), *La valutazione economica del capitale d’impresa* (Vol. 1), Giuffrè.

Firth M., Gounopoulos D., Pulm J. (2013), IFRS adoption and management earnings forecasts of Australian IPOs, Available at SSRN 2199034.

- Francis J.R., Khurana I.K., Martin X., Pereira R. (2008), “The Role of Firm-Specific Incentives and Country Factors in Explaining Voluntary IAS Adoptions: Evidence from Private Firms”, *European Accounting Review*, 17, pp 331 e ss.
- Gambaro, M., Ricciardi, C. A. (2005), *Economia dell'informazione e della comunicazione*, Laterza.
- Gassen J., Sellhorn, T. (2006), *Applying IFRS in Germany: determinants and consequences*, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 4, p. 365.
- Goncharov I., Zimmermann J. (2006), “Do Accounting Standards Influence the Level of Earnings Management? Evidence from Germany”, Working paper, University of Amsterdam and University of Bremen.
- Guatri, L. (2000), *Il giudizio integrato di valutazione: dalle formule al processo valutativo*, Università Bocconi.
- Guatri, L. (2007), *La qualità delle valutazioni: una metodologia per riconoscere e misurare l'errore*, Università Bocconi.
- Guatri, L. (1987), *La valutazione delle aziende*, Giuffrè.
- Guatri L. (1996), “Le ragioni della superiorità concettuale ed applicativa dei metodi reddituali”, *Finanza, Marketing & Produzione*, n.2, giugno.
- Guatri L. (1990), *Le Valutazioni d’Azienda: teoria e pratica a confronto*, Egea.
- Guatri, L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea.
- Guatri, L. (1997), *Valore e intangibles nella misura della performance aziendale: un percorso storico*, Egea, p. 218.
- Guatri, L., Bini, M. (2002), *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, EGEA.
- Guatri, L., Bini, M. (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea.
- Habib M., Ljungqvist A. (2001), *Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: theory and evidence*, *Review of Financial Studies* 14, pp 433-458.

- Hong H. A., Hung M., Lobo, G. J. (2014), The impact of mandatory IFRS adoption on IPOs in global capital markets, *The Accounting Review*, 89(4), pp 1365-1397.
- Huyghebaert N., Van Hulle C. (2006), Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares, *Journal of Corporate Finance*, 12, pp 296-320.
- Ibbotson R.G. (1975), Price performance of common stock new issues, *Journal of Financial Economics*, 2(3), pp. 235–272.
- Ibbotson R. G., Jaffe J. F. (1975), “Hot issue” markets. *The journal of finance*, 30(4), pp 1027-1042.
- Ishikawa J. (2005), “A social science of contemporary value-based accounting: economic foundations of accounting for financial instruments”, *Critical Perspectives on Accounting*, 16, pp 115 e ss.
- Jeanjean, T., Stolowy H. (2008), “Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, pp 480 e ss.
- Jenkinson T., Morrison A.D., Wilhelm W.J., (2006), Why are European IPOs so rarely priced outside the indicative price range?, *Journal of Financial Economics*, 80, pp 185-209.
- Jovenitti P, (1991), *Il valore dell'impresa*, Lint, Trieste.
- Kaserer, C., Kingler C. (2008), “The Accrual Anomaly under Different Accounting Standard – Lesson from the German Experiment”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, pp 837 e ss.
- Kaufmann D., Kraay A., Mastruzzi M. (2007), “Governance Matters VI: Aggregate and individual Governance Indicators 1996-2006.” Washington DC: The World Bank.
- Kim J.B., Chung R., Firth M. (2003), “Auditor Conservatism, Asymmetric Monitoring, and Earnings Management”, *Contemporary Accounting Research*, 20, pp 323 e ss.

Kosmala K. (2005), "True and Fair View or rzetelny i jasny obraz? A Survey of Polish Practitioners", *European Accounting Review*, 14, pp 579 e ss.

Kothari J, Barone E. (2011), *Advanced Financial Accounting*, Prentice Hal.

Krigman L., Shaw W. H., Womack K. L. (1999), The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping, *The Journal of Finance*, 54(3), pp 1015-1044.

Lambert R.A., Leuz C., Verrecchia R.E. (2007), "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, 45, pp 385 e ss.

Lang M., Lundholm R. (1993), "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures", *Journal of Accounting Research*, 3, pp 246 e ss.

Lang M. H., Maffett M.G. Owens E. L. (2010), *Earnings Comovement and Accounting Comparability: The Effect of Mandatory IFRS Adoption*, Working paper, University of North Carolina at Chapel Hill and University of Rochester.

Lang M., Raedy J.S., Wilson W. (2006), "Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings?", *Journal of Accounting and Economics*, 42, pp 255-283.

Laux, C., Leuz, C. (2009), *Did fair-value accounting contribute to the financial crisis?*, National Bureau of Economic Research.

Leone A. J., Rock S., Willenborg, M. (2007), Disclosure of intended use of proceeds and underpricing in initial public offerings, *Journal of Accounting Research*, 45(1), pp 111-153.

Leuz C., Nanda D., Wysocki P. (2003), Earnings management and investor protection: An international comparison, *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 505–527.

Leuz C., Verrecchia R. E. (2000), The Economic Consequences of Increased Disclosure (Digest Summary), *Journal of accounting research*, 38, pp 91-124.

Levis M. (1993), The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988, *Financial Management*, pp 28-41.

- Li S. (2010), “Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?”, *The Accounting Review*, 85, pp 607 e ss.
- Ljungqvist A. (2005), IPO underpricing, *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 2, pp 375-422.
- Ljungqvist A., Wilhelm W. J. (2005), Does prospect theory explain IPO market behavior?, *the Journal of Finance*, 60(4), pp 1759-1790.
- Loughran T., Ritter, J. R. (1995), The new issues puzzle, *The Journal of finance*, 50(1), pp 23-51.
- Loughran, T., Ritter, J. R. (2000), Uniformly least powerful tests of market efficiency, *Journal of financial economics*, 55(3), pp 361-389.
- Loughran T., Ritter J., Rydqvist K. (1994), Initial public offering: international insights, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, pp 165–199.
- Massari, M. (1998), *Finanza aziendale: valutazione*, McGraw-Hill.
- Massari, M. (1990), ‘La valutazione delle holding di gruppo sul fondamento del bilancio consolidato’, *Finanza, Marketing e Produzione*, (4), 47-57.
- Meek G.K., Roberts C.B., Gray S.J. (1995), “Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental European multinational corporations”, *Journal of International Business Studies*, 26, pp 555 e ss.
- Mezzabotta C. (2010), “Note sul principio IFRS per le PMI”, *Amministrazione & Finanza*.
- Modina S., Cantele S., Guerrini A. (2010), “L’adozione dei principi contabili internazionali ed il sistema di controllo gestionale. Le possibili interrelazioni alla luce di una ricerca esplorativa sulle aziende italiane”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, pp 7 e ss.
- Murphy A.B. (1999), “Firm characteristics of Swiss companies that utilize International Accounting Standards”, *International Journal of Accounting*, 35, pp 121 e ss.

Narktabtee K., Patpanichhot S. (2011), “The Impact Of Country-Level vs Firm-Level Factors On The Effectiveness Of IFRS Adoption: The Case Of European Union”, *International Business & Economic Research Journal*, 10, pp 79 e ss.

Nava, P., Portalupi A., Cordova F. (2011), *Principi contabili internazionali: interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, IPSOA.

Nelson K.K. (1996), “Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS No.107”, *The Accounting Review*, LXXI, pp 161 e ss.

OIC (2005), *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*.

Onida P. (1962), *Economia d’azienda*, Utet, Torino.

Otero S. Á. e Enríquez, E. R. (2012), *Analysis of the effect of the IFRS application on the valuation of Spanish initial public offerings*, *Public and Municipal Finance*, 1(1), pp. 30-41.

Paganelli O. (1990), *Valutazione delle aziende*, Utet, Torino.

Paglietti P. (2009), “Earnings management, timely loss recognition and value relevance in Europe following the IFRS mandatory adoption: evidence from Italian listed companies”, *Economia Aziendale Online*.

Pavan A., Paglietti P. (2011), “La Value Relevance dell’informativa di bilancio: dai principi contabili italiani agli standard contabili internazionali”, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 111, pp 19 e ss.

Penman S.H. (2007), “Financial reporting quality: Is fair value a plus or a minus?”, *Accounting and Business Research Special Issue: International Accounting Policy Forum*, 33, pp 44 e ss.

Persaud A. (2008), “Regulation, valuation and systemic liquidity”, *Banque de France, financial stability review*, 12 (Special issue on valuation).

Petroni K.R., Wahlen J.M. (1995), “Fair values of equity and debt securities and share prices of property-liability insurers”, *Journal of Risk and Insurance*, 62, pp. 719 e ss.

- Plantin G., Sapra H., Shin H.S. (2008a), “Marking-to-market: Panacea or Pandora’s box?”, *Journal of Accounting Research*, 46, pp 435 e ss.
- Plantin G., Sapra H., Shin H.S. (2008b), “Fair value accounting and financial stability”, *Banque de France, financial stability review*, 12 (Special issue on valuation).
- Potito L., (2014), *Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*, Giappichelli, Torino.
- Potito L., Tartaglia Polcini P. (2010), “I principi contabili internazionali: riflessioni critiche”, *Rivista dei Dottori Commercialisti*.
- Pozza, L. (1999), *Le risorse immateriali: profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d'azienda*, Egea.
- Provasoli, A. (2003), *La modifica alla disciplina del bilancio ei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, *Rivista dei dottori commercialisti*, (3), pp 497 e ss.
- Quagli, A. (2015), *Bilancio di esercizio e principi contabili: Settima edizione*(Vol. 5), Giappichelli Editore.
- Quagli A. (2011), “Le politiche di bilancio e l’adozione degli IFRS: profili di studio e rassegna delle prime evidenze empiriche”, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, Anno LXII, No.1, pp 1 e ss.
- Renoldi, A. (1992), *La valutazione dei beni immateriali: metodi e soluzioni*, Egea.
- Ricciardi M. (2009), “Earnings Management e IFRS: evidenze empiriche nelle aziende italiane non quotate”, *Financial Reporting*, 2, 91 e ss.
- Ritter J. R. (1984), *The hot issue market of 1980*. *The Journal of Business*, 57, pp. 215–240.
- Ritter J. R. (1991), *The long-run performance of initial public offerings*, *The journal of finance*, 46(1), pp 3-27.
- Ritter J. R. (2008), *Some Factoids About the 2008 IPO Market*, Working paper, University of Florida.

- Ritter, J. R., Welch, I. (2002), A review of IPO activity, pricing, and allocations, *The Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828;
- Ryan S.G. (2008), “Accounting in and for the subprime crisis”, *The Accounting Review*, 83, pp 1605 e ss.
- Rock K. (1986), Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 187–212.
- Ruddock C., Taylor S., Taylor S. (2006), “Non-Audit Services and Earnings Conservatism: Is Auditor Independence Impaired?”, *Contemporary Accounting Research*, 23, pp 701 e ss.
- Rullani, E. (1992), *Economia delle risorse immateriali: una introduzione*, Sinergie, 29, 8-50.
- Saleh W., Mashal A. (2008), The Underperformance of IPOs: The Sensitivity of the Choice of Empirical Method. *East-West Journal of Economics and Business*, 11(1), pp 34-52.
- Shiller R. J. (1990), Speculative prices and popular models, *The Journal of Economic Perspectives*, 4(2), pp. 55-65.
- Soderstrom N.S., Sun K.J. (2007), “IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review”, *European Accounting Review*, 2007, pp 675 e ss.
- Strampelli G. (2010), “Gli IAS/IFRS dopo la crisi: alla ricerca dell’equilibrio tra regole contabili non prudenziali e tutela della stabilità patrimoniale della società”, *Rivista delle società*, 2/3, pp 395 e ss.
- Suh J. (2012), *The Impact of International Financial Reporting Standards on IPO Underpricing*, Ph.D. dissertation, Stan Ross Department of Accountancy, Baruch College/The Graduate Center, The City University of New York.
- Street D. L., Gray S. J. (2001), *Observance of international accounting standards: Factors explaining non-compliance*, ACCA Research Report n° 74, (London: Certified Accountants Educational Trust).
- Tettamanzi P. (2008), *Principi contabili internazionali: l’adozione degli IAS/IFRS in Italia: una ricerca empirica*, Pearson.

- Turner L. (2008), “Banks want to shoot the messenger over fair value rules”, *Financial Times*, October 2, 17.
- Tweedie D. (2006), Prepared statement of Sir David Tweedie, Chairman of the International Accounting Standards Board before the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, IASB.
- Van Tendeloo B., Vanstraelen A. (2005), Earnings management under German GAAP versus IFRS, *European Accounting Review*, 14(1), pp. 155-180.
- Venkatachalam M. (1996), “Value-relevance of banks’ derivatives disclosures”, *Journal of Accounting and Economics*, 22, pp 327 e ss.
- Veron N. (2008), “Fair value accounting is the wrong scapegoat for this crisis”, *European Accounting Review*, 5, pp 63 e ss
- Verriest, A., Gaeremynck A., Thornton D.B. (2011), “The Impact of Corporate Governance on IFRS Adoption Choices”, *European Accounting Review*.
- Viganò, E. (1967), *La Natura del valore economico, del capitale di impresa e le sue applicazioni*, Giannini.
- Viganò, R. (2001), *Il valore dell'azienda: analisi storica e obiettivi di determinazione*, Cedam.
- Visconti M.R., Renesto M. (2009), *Principi contabili OIC e IAS/IFRS*, Buffetti.
- Wang S., Welker M. (2011), Timing equity issuance in response to information asymmetry arising from IFRS adoption in Australia and Europe, *Journal of Accounting Research*, 49, pp. 257–307.
- Watts R.L. (2003), “Conservatism in accounting part I: Explanations and implications”, *Accounting Horizons*, 17, pp 207 e ss.
- Welch I. (1989), “Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings,” *Journal of Finance*, 44, pp 421-449
- Zanda G., Lacchini M., Onesti T. (2013), *La valutazione delle aziende (Vol. 9)*, Giappichelli Editore.
- Zappa G. (1937), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano.

Zarzeski M.T. (1996), "Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices", *Accounting Horizons*, 10, pp 18 e ss.