

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II



Facoltà di Economia

Tesi di Dottorato in SCIENZE AZIENDALI

XXIV Ciclo

Indirizzo in

Comunicazione Economica d'Impresa nella Teoria e nella Prassi Internazionali

Initial Public Offering

dal valore economico al market value delle società neoquotate

Coordinatore

Ch.mo Prof.re
Adele Caldarelli

Candidata

Rossella Gioielli

Anno accademico 2010/2011

Indice

Introduzione

CAPITOLO I - CONFIGURAZIONI DI VALORE: DAL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE

AL MARKET VALUE

- 1. Evoluzione degli studi sul concetto di valore*
- 2. Il valore economico del capitale negli studi di ragioneria ed economia aziendale*
- 3. Il finalismo aziendale: la teoria della creazione del valore*
- 4. Le determinanti del valore: le risorse aziendali*
- 5. Il ruolo degli intangibles nei processi di creazione del valore*
- 6. Dalle configurazioni di valore alla determinazione del market value*
- 7. Fair value e fair market value: l'incapacità del mercato finanziario di esprimere valori equi*

CAPITOLO II - LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE NELLE INITIAL PUBLIC OFFERING

- 1. Elementi fondamentali per la valutazione delle aziende*
- 2. Il ruolo dei pregiudizi nei processi di valutazione: gli errori*
- 3. La complessità del processo di valutazione: imprecisioni ed incertezza*
- 4. Una panoramica dei principali metodi di valutazione d'azienda*
- 5. Evoluzione delle metodologie valutative adottate nei processi di valutazione ai fini delle Initial public offering*
- 6. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati*
- 7. I metodi basati sui multipli*
- 8. Economic Value Added*

CAPITOLO III - IL PROCESSO DI QUOTAZIONE E ALCUNE ANOMALIE CONNESSE ALL'ANDAMENTO DEI TITOLI DELLE SOCIETA' NEOQUOTATE

- 1. Gli effetti sul sistema aziendale della quotazione in Borsa*

2. *Le condizioni di quotabilità delle aziende*
3. *I fattori che influenzano la decisione dell'ingresso in Borsa*
4. *Il processo di preparazione di una IPO: fasi e timing dell'operazione*
5. *Finalità e interessi dei soggetti coinvolti nel processo di quotazione*
6. *Dalla determinazione del valore economico al prezzo di collocamento*
7. *Andamento del titolo nella fase successiva alla quotazione: underpricing e long run under performance*

Considerazioni conclusive

Bibliografia

Introduzione

Il tema della valutazione d'azienda, nella prospettiva di tutti i finanziatori e in quella dei soli azionisti, è stato oggetto di numerosi studi in ambito accademico e professionale.

La rilevanza e l'attualità del tema deriva dalla considerazione che la stima del valore aziendale è un momento fondamentale nella vita di un'impresa condizionandone le scelte sia strategiche che operative. Altra circostanza che rende il tema quanto mai attuale, anche alla luce della crisi dei mercati finanziari degli ultimi anni, è che la valutazione dei fondamentali d'impresa dovrebbe essere alla base del prezzo delle sue azioni sui mercati regolamentati. Si utilizza il condizionale in ragione della sempre minore relazione esistente tra il valore dei fondamentali d'impresa e la sua quotazione di borsa. Questo fenomeno, di sicuro non recente, può avere diverse cause generatrici in gran parte riconducibili alle asimmetrie informative determinate dalle imperfezioni del mercato che fanno sì che il *market value* si discosti, in misura significativa dal valore intrinseco (fondamentale) e talvolta anche da quello di prima emissione sul mercato regolamentato (prezzo di IPO).

In un mercato inefficiente, in cui sono presenti asimmetrie informative tra gli operatori, valore intrinseco, valore di emissione e prezzo di mercato possono divergere e scostarsi - in positivo o in negativo - dal *true value* obiettivo. Il primo, il valore intrinseco, riflette i fondamentali aziendali ovvero le performance reddituali e finanziarie e la credibilità e sostenibilità del business; il secondo, il valore di emissione, è il risultato di un processo dialettico di combinazione tra gli interessi dei vari attori che partecipano alla quotazione; per ultimo il prezzo di mercato è risultato dell'incontro tra la domanda e l'offerta di borsa sul titolo oggetto di valutazione. Valore intrinseco, prezzo di emissione e prezzo di mercato coincidono solo in presenza di mercati perfetti e perfettamente efficienti.

La constatazione secondo cui le quotazioni di borsa in talune fasi di mercato non siano in grado di esprimere un *fair market value*, si scontra, però, con l'approccio prevalente nella

pratica valutativa di molti operatori professionali che vedono nei prezzi di mercato un imprescindibile riferimento per la determinazione del valore di ogni azienda. Tali professionisti anche quando il mercato esprime quotazioni inequivocabilmente disallineate rispetto ai fondamentali dell'impresa, non accettano l'idea di poter stimare il valore aziendale prescindendo dai prezzi di borsa. Il risultato è che questi analisti inseguono con le loro valutazioni la dinamica dei prezzi, in luogo di anticiparla, come invece ogni buona ai prezzi è una convinzione così radicata da richiedere un approfondimento.

John Maynard Keynes ha affermato “ *Non c'è niente di più pericoloso della ricerca di una strategia di investimento razionale in un mondo irrazionale*”.

Keynes non fu l'unico a credere che la ricerca del vero valore basata sui fondamentali finanziari fosse un'attività priva di significato in mercati in cui i prezzi spesso non sembrano seguire una dinamica razionale. Sono sempre esistiti investitori nei mercati finanziari convinti che i prezzi di mercato fossero determinati dalle percezioni, giuste o errate, dei compratori e dei venditori, e non invece da fattori banali come flussi di cassa o utili. In molti concordano sull'importanza delle percezioni ma di sicuro non è condivisibile che questo sia l'unico elemento importante alla base delle decisioni degli investitori. È possibile stimare il valore a partire dai fondamentali finanziari per la maggior parte delle attività e pertanto il prezzo di mercato non può deviare da questo valore nel lungo periodo.

La tesi affronta il tema delle valutazioni d'azienda connesse all'offerta pubblica iniziale, evidenziando come dal processo di valutazione finalizzato alla misurazione del valore economico del capitale, si giunga ad una singolare configurazione di valore: il prezzo di mercato del titolo azionario.

In particolare, ci si soffermerà sull'evoluzione del concetto di valore nell'ambito degli studi di ragioneria ed economia aziendale, sulle modalità di determinazione del capitale economico, per poi indagare sulle cause delle anomalie connesse alla fissazione del *price* e del successivo andamento del titolo neo quotato.

Una “regola” storicamente molto seguita è che la fissazione del prezzo di emissione consenta, almeno nella fase iniziale, una positiva performance del titolo: da ciò la necessità di

una sistematica sottovalutazione dei titoli emittenti (*underpricing*) seppur contenuta entro limiti ragionevoli.

Sul piano storico, la regola dell'*underpricing* è sistematicamente applicata in tutti i principali paesi.

Ciò implica l'adozione di criteri applicati con prudenza, ma sostanzialmente sempre in linea con le pratiche valutative tipiche degli operatori finanziari, ai quali competono l'organizzazione e il successo del collocamento. Così per esempio, il ricorso ai tipici moltiplicatori di società comparabili o di transazioni comparabili avviene su livelli più ridotti rispetto ai livelli medi correnti.

L'aspetto sul quale si intende focalizzare l'attenzione nel seguito è che il prezzo stabilito per l'offerta è solo in prima battuta il frutto di una valutazione realizzata dallo sponsor dell'operazione o dal *financial advisor* che assiste l'impresa e gli azionisti di controllo. Successivamente tale stima viene aggiustata attraverso una serie di contatti con i grandi investitori che assicurano il collocamento dei titoli.

Si tratta dunque di un valore negoziato tra più parti e quindi di un prezzo.

La presenza nella fase valutativa, che precede la scelta finale di prezzo, sia di stime relative a mezzo di moltiplicatori, sia di stime assolute, è fuori discussione. Se così non fosse, il processo valutativo risulterebbe certamente carente. Ma qui viene in luce un'uniformità tanto evidente quanto spesso negletta: il fatto cioè che la valutazione relativa è tipicamente orientata da considerazioni di breve termine e perciò contingenti, mentre quella assoluta, sempre basata sui flussi reddituali (o di cassa) attesi nel medio-lungo termine, è orientata da considerazioni che guardano anche lontano nel tempo e perciò meno influenzate da fatti e opinioni contingenti.

Le conseguenze che ne derivano confrontando, per esempio, valutazioni relative con valutazioni assolute sono: in periodi di euforia dei mercati finanziari, le valutazioni assolute tipicamente sono inferiori a quelle relative. Questo accade perché in queste ultime si trasfonde l'ottimismo e l'euforia pro tempore del mercato (che si traduce, sul piano quantitativo, in uno specifico paradigma di mercato, valido in quel momento). Le valutazioni assolute sono invece

superiori a quelle relative in periodi di depressione dei mercati finanziari e questo ovviamente accade per le ragioni opposte. Il divario è influenzato dal fatto che, almeno in Europa, le IPO avvengono spesso senza che gli azionisti di riferimento sacrifichino il controllo della società. Le stime assolute basate sia sul capitale economico sia sui valori potenziali prescindono, ovviamente da tale circostanza, mentre i multipli di società comparabili, basati sulle quotazioni borsistiche, ne tengono conto. Questo fatto svolge una funzione di contenimento del divario nella fase dell'euforia e lo esalta nella fase depressiva.

Le stime finalizzate alla definizione dei prezzi che accompagnano le offerte pubbliche iniziali, di vendita o di sottoscrizione, si collocano quindi in uno spazio a due dimensioni, definite l'una dal valore economico del capitale dell'impresa e l'altra dalla disponibilità del mercato a riconoscere quell'apprezzamento nel particolare periodo considerato. Dal valore economico del capitale discende perciò una particolare figura di *valore di scambio*, che tiene conto dei criteri di valutazione degli operatori nel particolare contesto.

In linea di principio, una società da avviare alla quotazione può essere valutata con un qualsiasi procedimento generale di stima, di tipo assoluto o relativo. La limitata conoscenza da parte degli analisti e la difficoltà da parte loro di formulare autonome proiezioni inducono tuttavia a lasciare spazio a stime comparative basate su altri casi recenti di presentazione al mercato, ancorché talora di contenuto eterogeneo. Tale asimmetria informativa spesso si traduce nella richiesta da parte degli investitori del cosiddetto "sconto IPO". A volte opera in questo senso anche la volontà di massimizzare la percentuale del capitale collocato.

Nel caso di offerte pubbliche volontarie di acquisto, l'acquirente dovrebbe essere razionalmente sospinto dal valore potenziale di acquisizione della società target. Il prezzo offerto per contanti di regola contiene un premio rispetto alle più recenti quotazioni, il cui contenuto deve peraltro essere indagato. Da un lato infatti può rappresentare solo una rettifica di una temporanea contrazione del valore di mercato delle società, che l'offerta può riportare maggiormente in linea con il valore economico del capitale. Dall'altro il prezzo può contenere un vero e proprio premio strategico per il controllo, e dunque andare oltre il predetto valore economico. Le valutazioni relative ad offerte pubbliche iniziali, di vendita o di sottoscrizione devono fare riferimento al valore economico del capitale della società quotanda, derivandone

tuttavia un valore di offerta accettabile dagli investitori alla luce delle condizioni di incrocio della domanda e dell'offerta, osservate in situazioni analoghe nel particolare periodo considerato. La valutazione relativa ad offerte pubbliche volontarie di acquisto sono ispirate, da lato del soggetto proponente, al valore di acquisizione della società target. Dal lato dei soci di quest'ultima deve essere sottoposto ad analisi il premio offerto rispetto al valore corrente di mercato dei titoli azionari, al fine di verificare la congruità della proposta rispetto al valore economico del capitale della società stessa e l'eventuale presenza di un effettivo premio strategico per il controllo. Nel caso delle offerte pubbliche di scambio i giudizi non possono prescindere da una valutazione con criteri omogenei anche delle contropartite prospettate. Va comunque ricordato, a proposito di tutte le operazioni che nella sostanza comportano uno scambio che la congruità della proposta attiene all'equilibrio dei rapporti fra le parti. La sua convenienza economica è invece legata alle prospettive di creazione di valore che l'operazione offre, in merito alle quali dovrebbero essere fornite ai soci deliberanti adeguate informazioni.

Capitolo Primo

CONFIGURAZIONI DI VALORE:

DAL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE AL MARKET VALUE

SOMMARIO: 1. Evoluzione degli studi sul concetto di valore. - 2. Il valore economico del capitale negli studi di ragioneria ed economia aziendale. - 3. Il finalismo aziendale: la teoria della creazione del valore. - 4. Le determinanti del valore: le risorse aziendali. - 5. Il ruolo degli intangibles nei processi di creazione del valore. - 6. Dalle configurazioni di valore alla determinazione del market value. - 7. Profili critici del Fair value e del fair market value.

1. Evoluzione degli studi sul concetto di valore

Il termine “valore” è stato da sempre utilizzato per identificare concetti alquanto differenti a seconda del contesto scientifico disciplinare di riferimento.

È così possibile parlare di valore con significati molto diversi a seconda che esso sia utilizzato, per esempio, nelle scienze fisiche o matematiche, in filosofia, nella logica, nella teologia, nelle arti figurative, in economia.

Nel presente lavoro si farà riferimento al concetto di valore economico di un definito e determinato oggetto: l'azienda.

Per comprender il significato che tale termine assume negli studi di economia aziendale si riprende brevemente l'evoluzione che tale termine ha subito negli studi di economia politica.

Pur essendo la teoria del valore un tema ricorrente, la definizione del concetto di valore non ha trovato una interpretazione univoca e concordante.

È bene tuttavia evidenziare che gli studi in campo economico politico, nella loro evoluzione storica, si sono progressivamente rivolti allo studio dei meccanismi di formazione dei prezzi e quindi al concetto di valore nello scambio tanto che Pareto afferma che *“il prezzo è la manifestazione concreta del valore”*

Il concetto di valore è forse uno dei meno chiari mai espressi dagli studi di economia: esso è stato di volta in volta inteso come prezzo, come utilità, come contropartita, come quantità di lavoro, come energia.

Tuttavia, pur di fronte a tale indeterminatezza, bisogna riconoscere che la teoria del valore non è solo una parte della scienza economica, ma è il fondamento di essa¹. E per quanto concerne l'economia aziendale, il valore non è solo una delle tante definizioni, ma è il perno intorno al quale ruotano le imprese e la sua creazione è motivo stesso della loro esistenza.

Senza il concetto di valore non esisterebbe l'economia aziendale o per lo meno essa sarebbe mero computo di fatti produttivi.

Il concetto di valore, dunque, così centrale nelle discipline economico-aziendali, è poco esplorato, è dato per scontato, è definito solo per consuetudine.²

Vale la pena dunque tentarne un'esplorazione che, seppur schematica, ne definisca i contorni fondamentali.

Joan Robinson³ sosteneva che il valore è una delle grandi idee metafisiche e, come ogni concetto metafisico, quando si cerca di afferrarlo, di definirlo, di cercarlo, diventa un puro nome, privo di operatività.

In vero negli studi di economia il concetto di valore è stato definito in modi differenti, anche se sostanzialmente riconducibili a tre nozioni: rarità, lavoro e utilità.

¹ Napoleoni C, *Valore*, Gianni Iuculano Editore, Pavia, 1994, p.7.

² Vicari S., *Note sul concetto di valore*, Finanza Marketing e Produzione n.3/95, p.12.

³ Robinson J, *Ideologie e scienza economica*, Sansoni, Firenze, 1966, p. 63.

Negli studi di finanza si è definito un concetto di valore forse meno metafisico, ma certamente più utile: in finanza il valore è stato inteso come misura della ricchezza. In economia aziendale esso è stato definito in relazione al capitale economico dell'impresa e, da qualche decennio, ad esso è stato assegnato il ruolo di obiettivo dell'azione manageriale.

Si è successivamente tentato di individuare le determinanti del valore come output determinato dapprima dalla struttura del settore, poi dai comportamenti aziendali, fino ad una concezione di valore come risultato delle risorse aziendali.

A partire da queste idee Vicari fornisce una definizione di valore che vuole essere in linea con una concezione sistemica osservata in una prospettiva di suo continuo sviluppo.

Adam Smith aveva mostrato come vi siano almeno due differenti concetti di valore: valore d'uso e valore di scambio (prezzo reale), e come essi possano avere significati e livelli inversamente proporzionali: un diamante ha una scarsa utilità ma ha un elevato valore di scambio, al contrario dell'acqua. Tuttavia in un deserto, dopo una lunga marcia e senza modo di approvvigionarsi, l'acqua avrebbe un enorme valore di scambio, mentre un diamante varrebbe poco, comunque si voglia intendere il valore. Da questo esempio è possibile trarre due diversi significati di valore: il concetto di utilità e quello di scarsità. Approfondendo quest'ultimo concetto, possiamo dire che il valore legato alla rarità è quel valore che viene assegnato ad un bene la cui offerta sia limitata. La limitatezza è anzi il principio-cardine della stessa economia: se i beni o le risorse per produrli non fossero limitati, non esisterebbe il problema economico, che nasce dall'esistenza della limitatezza. Tuttavia la rarità non è una determinante assoluta del valore di un bene: infatti molte materie sono rare, ma non sono utili e ad esse non viene assegnato un valore elevato.

Ricardo, in seguito, nella ricerca di una definizione più significativa di valore, introdusse uno dei temi più difficili connessi ad esso, il problema della misura. Non possediamo infatti uno strumento di misura oggettivo, univoco e costante, come esiste per i pesi, le lunghezze, le distanze, proprio in quanto non vi è una definizione univoca di valore, valida in qualsiasi contesto. Egli pensò di risolvere il problema utilizzando come unità di misura costituita dalla quantità di lavoro utilizzata. Il valore è dunque nell'altro che lavoro incorporato in merci. Tale soluzione risolve il problema di come legare il concetto di valore

ad una unità di misura oggettiva e di tipo universale (il lavoro), che sia indice dello sforzo (costo) necessario per disporre di un qualunque bene.

Il tema della misurazione del valore può dunque essere legato a quello del lavoro necessario per produrlo. Non vi è dubbio che lo sforzo, espresso in termini di lavoro, che in termini economici assume la forma del costo, necessario per disporre di un certo bene è uno degli elementi fondamentali della nozione di valore: quanto maggiore è lo sforzo necessario, tanto maggiore è il valore del bene prodotto.⁴

Non trovando una soluzione del tutto praticabile alla nozione di valore, alcuni economisti hanno concluso che esso non ha un contenuto immediatamente operativo, non è infatti nient'altro che un nome⁵. Ed infatti hanno sostituito alla nozione di valore quella di utilità. A differenza del valore, che è un concetto di tipo universale, il concetto di utilità è invece riferibile necessariamente ad un soggetto. Infatti l'utilità è funzione della situazione del singolo attore, in particolare dei beni che egli già possiede e della sua nozione di felicità. L'utilità è dunque necessariamente diversa da un individuo ad un altro, dipendendo dalla visione di ciascuno, dalla situazione specifica, dai beni già posseduti, da quelli desiderati, da quelli disponibili.

Mentre gli economisti erano alle prese con il concetto metafisico, gli uomini d'azienda dovevano utilizzare un concetto nobile, ma più operativo, di valore. Essi avevano bisogno di misurare la ricchezza e questo è stato pertanto il significato assegnato al termine valore: la misura della ricchezza. È stato dunque definito un conto, una quantità rispetto ad un riferimento, appunto una misura. In questa visione esso non esiste in quanto tale, non vi è niente che possa essere definito come valore, ma tutto ciò che è definibile in termini di ricchezza è certamente misurabile in termini di valore.

Il valore è dunque considerato in finanza come il metro per definire la ricchezza; ciò consente di comparare tra loro grandezze differenti: il valore può essere misurato ancorandolo

⁴ Tuttavia un problema nasce dalla qualità dello sforzo: due scienziati possono dedicare lo stesso tempo alla ricerca ed uno solo dei due può produrre un'idea geniale mentre l'altro può produrre un'idea banale: certamente il valore delle due attività è diverso, anche se il tempo impiegato è lo stesso.

⁵ Robinson, *Opera citata*, p.87.

ad un'entità che non è più astratta, che è definibile, che esiste, che è tangibile: la ricchezza, il capitale. Il valore è stato dunque definito come la misura del capitale.

Questo concetto di valore è stato utilizzato soprattutto nell'area disciplinare della finanza, con principale riferimento al problema della comparazione nel tempo delle grandezze economiche. A questo fine, lo strumento che è stato introdotto per rendere operativo il concetto di valore è quello di tasso di interesse. La nozione di interesse è definibile come quel sacrificio dei consumi attuali in vista dei consumi futuri che un soggetto è disposto a sopportare, espresso dunque in rapporto tra i due. La rinuncia al consumo attuale dà luogo ai risparmi, cioè all'offerta di capitali, cui si contrappone una domanda di mezzi finanziari necessari per gli investimenti. Per interesse si può pertanto intendere anche il prezzo in uso di quel particolare bene che ci interessa, cioè il capitale, in un certo arco di tempo. Questo prezzo è funzione degli impieghi che la domanda è in grado di realizzare con il capitale acquisito e dell'offerta di capitali esistente nel periodo.

La finanza riesce dunque a rendere operativo il concetto di valore, a dargli un senso pratico, a renderlo utilizzabile. Il valore è esprimibile in termini di sacrificio (offerta di capitali) collegato a quello dell'utilità (domanda di capitali), che si incontrano nel mercato, attraverso il mezzo del costo del capitale o del prezzo del capitale, cioè attraverso il tasso di interesse, che è l'elemento che consente di dare operatività al concetto stesso di valore.

Il valore diventa dunque la misura di quel sacrificio (costo del capitale) o di quell'utilità (utilità del capitale), che in un mondo perfettamente equilibrato naturalmente si incontrano (rendendo concreto il riferimento alla rarità dei capitali) e inevitabilmente coincidono. Un altro merito della finanza è quello di avere reso operativa un'ulteriore specificazione del termine utilità, intimamente legata al concetto di valore. L'utilità non è definibile solo in termini di uso attuale di un certo bene, ma è connessa invece all'uso futuro, ad una utilità che è differita nel tempo, ad una potenzialità che è collegata ad un certo bene.

A questo fine il valore è rappresentato come l'insieme dei rendimenti che possono scaturire dall'uso del capitale. Il valore, a fini operativi, viene pertanto definito dalla finanza come il rendimento che è ottenibile oggi dall'uso futuro del capitale, ed è calcolato applicando al capitale l'interesse, in combinazioni che permettono nozioni diverse di valore. Due di esse

in particolare sono divenute di grande rilievo: valore composto (valore accumulato nel tempo) del capitale investito ad un certo tasso di interesse, valore attuale (valore riferito ad oggi) di un capitale che sarà disponibile in futuro, scontato secondo un certo tasso di interesse.

2. Il valore economico del capitale negli studi di ragioneria ed economia aziendale

In economia aziendale il concetto di valore è stato utilizzato con riferimento all'impresa nel suo complesso ed è stato al riguardo coniato il termine di capitale economico.

Il concetto di capitale economico è stato introdotto per distinguere la nozione di valore dell'impresa da quella di capitale contabile, che è invece riferito al patrimonio risultante dallo stato patrimoniale.⁶

A partire dagli anni '50, si aprì infatti un nuovo capitolo nelle valutazioni economiche di complessi aziendali ed il tema cominciò ad acquisire una rilevanza sempre maggiore negli studi di economia aziendale. Una possibile causa di ciò potrebbe risiedere nell'evoluzione economica che il nostro paese ebbe nel dopoguerra. Il fervore e la crescita sociale ed economica determinarono il verificarsi di molte operazioni in cui le valutazioni economiche avevano un ruolo di primo piano (concentrazioni, fusioni, acquisizioni, trasformazioni).⁷

Il periodo in esame, definito da Guatri⁸ "Il pionierismo", parte dal 1955 e si protrae per 25 anni circa. Si tratta di un periodo in cui la teoria in tutta l'Europa continentale procede, in tema di valutazione delle aziende, a piccoli passi, con incertezze, con trattazioni in gran parte descrittive, con tentativi di progresso che in parte si contraddicono. In Italia le ragioni di questa fase sono:

1. La spinta modesta che viene dal mondo operativo e professionale: le occasioni per condurre esperienze in tema di valutazioni aziendali erano molto rare. Le

⁶ Al riguardo si vedano Ardemani E., *L'Avviamento di impresa*, Marzorati, Milano, 1958; Ferrero G., *La valutazione economica del capitale di impresa*, Giuffrè, Milano, 1966; Guatri L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, Egea, Milano 1990.

⁷ Per un maggior approfondimento si legga Viganò R., *Il valore dell'azienda*, Cedam, Padova, 2001, pp. 7-48.

⁸ Guatri L., *Una rivoluzione silenziosa: cinquant'anni di storia del valore e delle valutazioni* in *La Valutazione delle Aziende 2006*, p. 12.

applicazioni, che sono la vera spinta verso il progresso, erano ancora insufficienti e tali rimasero per tutto il periodo, con un risveglio solo verso la fine degli anni '70.

2. La resistenza di larga parte dell'accademia italiana a qualsiasi tentativo di quantificazione, compreso l'uso di formule o modelli, nelle discipline economico-aziendali. Perfino in tema di valore, con pochissime eccezioni, le teorie erano puramente descrittive, senza una sola formula, senza un tentativo di tradurre in modelli quantitativi l'esposizione svolta.
3. La mancanza di un raccordo tra l'economia aziendale e le incipienti teorie della finanza: eppure negli USA già nel 1971 era apparso *The Theory of finance* di Fama e Miller; nel 1974 era esploso il CAPM, che la Merrill Lynch trasformò in una vera e propria industria sfornando periodicamente un "beta book".

Il Reddito di impresa di Zappa è uno dei primi dei testi italiani in cui ha inizio il dibattito sul concetto di capitale economico che, nell'opera zappiana, è un concetto che viene associato alla capacità dell'azienda di produrre redditi futuri. Nella valutazione economica del capitale di impresa, secondo l'autore, i redditi, che offrono un dato diretto per la soluzione del problema, sono i presunti redditi futuri. I redditi conseguiti nel passato non sono che uno tra gli elementi, spesso non il più importante, atti a consentire una consapevole previsione dei redditi venturi. L'opera di Zappa è quanto mai attuale soprattutto laddove l'autore individua scrupolosamente le variabili dalle quali possono scaturire gli errori nella misurazione del capitale economico: l'assunzione dei redditi medi passati per la determinazione del reddito medio normale, e la tacita ipotesi che suppone duratura costanza dei fenomeni di impresa, è in se stessa assurda in un mondo economico assiduamente perturbato.

Negli anni '40 sull'onda dell'impostazione zappiana, il concetto di capitale economico viene precisato in alcuni suoi aspetti da alcuni dei maggiori aziendalisti dell'epoca.

Onida in "Le dimensioni del capitale di impresa" fornisce ulteriori chiarimenti sulle modalità di determinazione delle grandezze sottostanti la misurazione del capitale economico, introduce il concetto di piani ed ipotesi nonché di preventivi economico-finanziari per poter rendere le stime dei redditi futuri più attendibili.

L'”Economia d'azienda” di Onida, rappresenta, in sostanza lo stato dell'arte così come fu riconosciuto all'epoca dalla dottrina prevalente in tema di valutazione delle aziende. Onida riteneva che un'azienda “in avviamento” doveva essere valutata tenendo presente due componenti: in primo luogo la sua redditività e in secondo luogo il suo patrimonio debitamente rivalutato rispetto ai valori già accolti o accoglibili nei bilanci ordinari composti per la determinazione del reddito d'esercizio. Ampio spazio viene dedicato a riflessione sui tassi da utilizzare per giungere al valore economico del capitale, ma lo si fa senza mai accennare ad una formula: *“La scelta del tasso può, in genere, variare in relazione al rischio dell'investimento di cui si tratta, tenuto anche conto della composizione del patrimonio, alle condizioni del mercato finanziario e all'orizzonte economico del soggetto rispetto al quale il capitale d'azienda si stima.”* Il valore economico del capitale, sostiene Onida, non è dunque una grandezza assoluta ma un valore che dipende fortemente dalle ipotesi sottostanti il processo di stima posto in essere dal valutatore. Uno stesso perito, osserva Onida, può proporre diversi valori di stima, fondati, ciascuno su diverse ipotesi, delle quali si tratterà di vagliare il diverso grado di attendibilità.

Ferrero dedica nel 1967 un'opera specifica alla valutazione di impresa, un'opera che mette in luce, pur con i vincoli e le titubanze che i Maestri dell'Economia aziendale all'epoca suggerivano, l'intento di iniziare un discorso sulla quantificazione. Restava comunque molto salda la convinzione che il capitale economico è una pura astrazione e cioè di un qualcosa non fattibile nella pratica: *“il capitale economico d'impresa – come valore logicamente derivabile dalla capitalizzazione economica dei flussi di reddito connessi alla dinamica futura – non è suscettibile di coerente determinazione se non in astratto.”* Così concepito il valore economico del capitale d'impresa è certamente una configurazione ideale lontana dalla pratica operante. Così continua Ferrero: *“La materiale impossibilità di realizzare, sul piano della quantificazione, il definito processo di capitalizzazione economica del flusso di redditi futuri deve essere giudicata, a parte le difficoltà che sovrastano le concrete previsioni di redditività, soprattutto considerando le condizioni che impediscono di passare dalla descrizione alla accennata quantificazione, quando si creda di poter fondare l'esaminata valutazione di sintesi su una nozione base non suscettibile di tradursi in una determinazione quantitativa atta a rifletterne fedelmente il contenuto.”*

Considerazioni diverse merita l'opera di Aldo Amaduzzi, *L'Azienda*, che non esita a presentare formule nella stima del capitale economico e dell'avviamento e svolge tentativi di misura non solo dei flussi ma anche dei tassi.

In sintesi tra gli anni '50 e '70 l'elaborazione scientifica porta gradualmente alla luce nel nostro paese i procedimenti misti patrimoniali – reddituali. Il riconoscimento formale è per la supremazia concettuale del criterio formale, ma sul piano pratico, soprattutto per affermate esigenze di obiettività e dimostrabilità delle stime, la componente patrimoniale è largamente presente ed è spesso addirittura prevalente.

Al periodo 1980-1995 corrisponde un quindicennio nel quale il dibattito sul valore e sulle valutazioni di azienda si fa più serrato, con una partecipazione corale che gradualmente si amplia. Nel 1994 fu presentata durante un convegno alla Bocconi la "Scuola del Valore".

Il tema della determinazione del capitale economico è dunque un tema centrale in economia aziendale: la valutazione di un'impresa è una sintesi efficace di tutti gli aspetti della sua vita interna ed esterna. Tramite la misurazione del valore è pertanto possibile arrivare ad un'efficace comprensione dell'impresa e dei suoi meccanismi di funzionamento.⁹

L'economia aziendale reintroduce così una nozione di valore che rimette in discussione l'idea, centrale nel concetto usato in finanza, secondo cui il valore non esiste in sé, ma è una misura di qualcosa di diverso. L'economia aziendale, invece, dà sostanza, dà contenuto reale al concetto di valore. Esso non è più una semplice misura, ma è un oggetto, un bene, un patrimonio, è anzi il patrimonio di quel particolare istituto sociale che è l'impresa.

Il valore non è più definito, come in finanza, come una misura in sé, che si definisce unicamente rispetto ad un termine, ma è un oggetto che può a sua volta essere misurato e valutato. Il valore torna ad essere un concetto quasi metafisico, anche se dotato di una grande utilità operativa.

Negli anni '80 al concetto di valore è stata assegnata un'ulteriore responsabilità: quella di obiettivo primario dell'azione del management¹⁰, il quale dovrebbe essere orientato alla massimizzazione del valore azionario. Questo obiettivo viene considerato come il più

⁹ Guatri, *La valutazione delle aziende*, opera citata, p.

¹⁰ Rappaport A., *La strategia del valore. Le nuove regole della performance aziendale*, F. Angeli, Milano, 1989

rispondente alle necessità dell'impresa e soprattutto dei suoi proprietari, vale a dire degli azionisti. Questa nozione di valore come obiettivo dell'azione manageriale è stata poi ripresa dall'economia aziendale italiana, la quale ha sostituito al termine valore azionario quello di capitale economico.

Con l'introduzione del concetto di valore, inteso come capitale economico dell'impresa, da assurgere ad obiettivo generale dell'impresa, si definisce una misura che risolve alcuni dei problemi legati tradizionalmente al concetto di valore. Il valore dell'impresa deve infatti rispondere a quattro requisiti: deve costituire un obiettivo razionale, accettato, stimolante, misurabile.¹¹

Si tratta di obiettivo razionale, in quanto coerente con le esigenze di sopravvivenza e di sviluppo dell'impresa. Inoltre attraverso di esso si assegna un giusto peso agli interessi degli azionisti, la cui remunerazione appare come residuale rispetto a quella degli altri soggetti (lavoratori e manager). L'obiettivo del valore è accettato in quanto pone in primo piano gli interessi di lungo periodo dell'impresa ed è quindi gradito a tutti gli stakeholder (banche, fornitori, clienti, lavoratori, azionisti). Si tratta poi di un obiettivo stimolante, in quanto introduce una mentalità aggressiva e proattiva nella ricerca di continue opportunità di miglioramento. Il valore è poi misurabile, attraverso le tecniche di stima del capitale economico e, soprattutto, attraverso le misurazioni degli effetti di singole iniziative sul valore complessivo dell'azienda.

Prima di procedere alla trattazione del tema riguardante la misurazione del valore appare opportuno soffermarsi ulteriormente sull'oggetto della misurazione.

Finora si è discusso in modo intuitivo di valutazione del capitale economico di impresa, ma in virtù della centralità del tema, appare opportuno dedicare all'argomento una trattazione più puntuale.

I primi indizi della crescita di interesse della dottrina nei confronti della determinazione del valore del complesso aziendale emersero, come è stato sottolineato nel paragrafo precedente, nelle trattazioni sistematiche che avevano per oggetto esplicito l'economia aziendale o l'azienda nella sua totalità, pubblicate da parte di studiosi autorevoli proprio negli

¹¹ Guatri, La teoria di creazione del valore: una via europea, Egea Milano, 1997

anni '50. In questi scritti il capitale economico non venne mai trascurato, anzi venne spesso considerato esplicitamente rilevante. Sovente si faceva riferimento al capitale economico con riferimento al ruolo ed al contenuto del bilancio e quindi delle possibili relazioni con il capitale di funzionamento.

Il richiamo alla cessione di un complesso aziendale in normale funzionamento assunse nella maggior parte dei casi una posizione dominante, tanto che si parlò indifferentemente di capitale economico o di capitale di cessione di un'azienda avviata.

Onida definisce il capitale economico come il valore di scambio o di cessione attribuibile al capitale proprio considerato come un complesso economico vincolato al funzionamento di una data azienda ed il cui trasferimento opera il trasferimento della stessa azienda. La stima del capitale economico tende, secondo l'Onida, a determinare un valore di scambio attribuibile all'azienda, contemplata in date ipotesi di funzionamento al punto tale da rendere indifferenti le espressioni "Capitale economico" e "valore dell'azienda in avviato funzionamento."¹²

Alcuni studiosi, però, si discostarono apertamente da questa assimilazione, proponendo un ruolo più ampio e meno episodico per il valore economico del capitale, considerato come importante strumento a supporto delle valutazioni di bilancio. Il valore economico del capitale poteva costituire il valore di cessione di un'impresa avviata ma costituiva anche un parametro di confronto in determinate situazioni per procedere a rivalutazioni o a svalutazioni generali o ampie degli elementi del capitale di gestione.

Permaneva comunque l'idea che il capitale economico rappresentasse un'astrazione teorica, in ogni caso di difficile applicazione pratica, in alcune situazioni di impossibile determinazione senza forte arbitrio. Tra l'altro, risultava coerente con questa impostazione la quasi assenza dell'analisi quantitativa dello strumento. L'approfondimento dei criteri di valutazione, che mancava nei lavori di carattere generale sull'economia aziendale, fu invece presente in alcuni studi sull'avviamento.

Negli anni '60 la valutazione d'azienda o determinazione del capitale economico diventò per la dottrina argomento monografico di primo piano. Il tema venne trattato con

¹² Onida, *Economia*, pp. 728-729.

grande approfondimento teorico da molti studiosi di economia aziendale. Le opere pubblicate negli anni '60¹³ fecero luce sui problemi più delicati: la nozione di capitale economico rappresentava una nozione astratta di capitale e, come tale, non era suscettibile di coerente determinazione se non idealmente. In termini assoluti non poteva esistere criterio in grado di tradurla in quantità misurabil. Rappresentava in sintesi l'attitudine che in prospettiva l'azienda ha di raggiungere i suoi obiettivi, primariamente, ma non esclusivamente, considerati in termini reddituali¹⁴, costituiva la base per la valutazione dell'investimento aziendale, espresso in termini di valore ad oggi delle sue capacità di produrre in futuro risultati economici apprezzabili.

In un'economia in cui la moneta assume il ruolo di unità di misura nelle attività di scambio, quindi, il concetto di valore è inteso quale giudizio espresso in termini monetari da un determinato soggetto¹⁵.

Il valore, oltre a connotarsi come giudizio soggettivo e, per questo, variabile in relazione alla posizione assunta dal perito che compie la stima¹⁶, è, inoltre, un concetto strettamente connesso al futuro, ovvero alle previsioni e alle attese formulate circa gli andamenti dell'unità operativa oggetto di valutazione¹⁷. L'accennata soggettività del valore scaturisce dal fatto che, come riferito, il suddetto concetto assume la natura di giudizio, legandosi, quindi, al soggetto da cui tale giudizio scaturisce.

Amodeo, riguardo alla soggettività che risiede nelle valutazioni, sostiene che «... il processo di valutazione non è una procedura automatica a risultanze inequivoche e

¹³ AMODEO, Ragioneria generale; CODA, Capitali economici; FERRERO, Valutazione economica; ONIDA, Economia; ROSSI, Capitale-valore.

¹⁴ Coda, *Capitali economici*, p.13

¹⁵ Amodeo, per valore di un bene, intende «... la quantità di moneta che può ritenersi equivalente a quel bene». In Domenico Amodeo, *Ragioneria generale delle imprese*, Napoli, Giannini, 1965, p. 105.

Giannessi, con riferimento alla valutazione, sostiene che «valutare significa esprimere in termini monetari l'essenza di un bene economico». Si veda: Egidio Giannessi, *Appunti di economia aziendale. Con particolare riferimento alle aziende agricole*, Pisa, Pacini, 1979, p. 343.

Colletti, al riguardo, osserva che «... valutare significa esprimere un relativo giudizio in termini monetari». Nicola Colletti, *Contributo alla determinazione del valore di quote patrimoniali di aziende avviate*, Seconda edizione interamente rifatta ed aumentata, Palermo, Abbaco, 1964, p. 20.

¹⁶ «Il valore, insomma, è funzione delle preferenze di chi acquista e di chi vende, anche, si ripete, nel caso in cui l'oggetto sia un'azienda». In Imerio Facchinetti, Marco Taschini, *Strategia e valutazione nelle acquisizioni d'azienda*, Milano, Giuffrè, 1989, p. 54.

¹⁷ Donna G., *La creazione del valore nella gestione d'impresa*, Roma, Carocci, 1999, p. 66.

indubitabili , ma... richiede da parte del valutatore l'esercizio di un'avvisata facoltà di decisione e la composizione di stime, apprezzamenti, di giudizi... ». L'Autore ritiene che le difficoltà, da cui possono scaturire le condizioni su cui si fonda la natura soggettiva dei giudizi di stima, non sono da ricondursi unicamente alla necessità di effettuare la scelta del valore da attribuire a un determinato bene ma, una volta individuato il suddetto valore, non si esclude che esistano «... tante e tali incertezze, tali e tante opinabili soluzioni per quanto si riferisce a quella individuazione, che l'indicazione del tipo e della categoria del valore è poco più che un mero orientamento». ¹⁸ Tali affermazioni, si rafforzano nella loro validità, spostando il focus dalle valutazioni di bilancio a quelle volte alla determinazione del valore del capitale d'azienda in ipotesi di trasferimento, quali, ad esempio, quelle finalizzate all'ottenimento del capitale economico. In questo caso, infatti, la definizione della configurazione di valore a cui il perito stimatore decide di pervenire, non è che una delle prime fasi del processo valutativo, processo caratterizzato da incertezza e dalla necessità di formulare giudizi in merito alle stime e all'individuazione di parametri da impiegare allo scopo di determinare il valore del capitale di un'unità produttiva o di parti della stessa.

La soggettività del giudizio, tuttavia, non preclude la possibilità di effettuare stime neutrali. Il giudizio di stima, benché soggettivo, può infatti essere caratterizzato da neutralità, ovvero prescindere dalle situazioni contingenti riferite alle convenienze specifiche delle parti contraenti, oppure da particolarità, qualora, invece, si considerino le suddette situazioni. ¹⁹

Il capitale aziendale, fenomeno avente natura unitaria, come noto, può essere

osservato in ottica sia qualitativa, sia quantitativa. L'aspetto qualitativo del capitale si focalizza sulle caratteristiche degli investimenti effettuati e sulle modalità di finanziamento degli stessi. Il secondo aspetto di osservazione del capitale attiene, invece, alla stima delle differenti configurazioni di valore dello stesso, osservabili in relazione alla logica valutativa adottata e allo scopo conoscitivo che orienta la valutazione

Il capitale economico viene dunque concepito come una particolare configurazione del capitale d'impresa, dove per capitale di impresa si intende un complesso economico

¹⁸ Amodeo D., *Ragioneria*, op. cit., p. 108.

¹⁹ Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 2009, p. 41.

determinato non soltanto dei suoi elementi costitutivi, ma anche delle relazioni che rendono complementari codesti elementi in aderenza alla funzione strumentale esplicitata dalla mobile ordinazione patrimoniale nell'ambito della dinamica coordinazione d'impresa, della quale è parte integrante.

Il capitale economico è un valore unico, ossia è il valore di un unico complesso economico, costituito da fattori complementari tali da non consentire una loro distinta valutazione per pervenire alla conoscenza del complesso valore che si vuole determinare.²⁰

Come valore unico o unitario, il capitale economico è, dunque, l'espressione quantitativo-monetaria del capitale proprio, vincolato al funzionamento dell'impresa ed osservato nel suo divenire congiuntamente alla gestione futura, tenuto conto dei rischi che incombono sul durevole svolgimento economico dell'impresa stessa. E per quanto attiene a codesti rischi, giova tener presente che qualsiasi investimento di risparmio nell'impresa con vincolo di capitale è sempre gravato da rischi di reddito ma anche da rischi di capitale.²¹

In conclusione nozione di base del capitale economico di impresa generalmente condivisa dalla dottrina italiana è sicuramente quella fornita da Gino Zappa, secondo cui il capitale economico *“non è fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri”*.²² Tale affermazione, che sconvolse radicalmente l'economia aziendale dell'epoca, viene, ad oggi, universalmente accettata nella sua impostazione di fondo, ossia nel considerare il valore del capitale delle aziende come risultato dell'attualizzazione di grandezze di flusso che un'azienda genera nel tempo e non come la semplice considerazione del valore che può essere attribuito, in un dato momento, ad un complesso aziendale, come somma algebrica dei valori attribuibili alle singole componenti patrimoniali.

Il capitale economico, pertanto, assume una connotazione concettualmente differente dal capitale di funzionamento e dal capitale di liquidazione. Questi ultimi possono essere separati nelle loro parti analitiche mentre, il capitale economico è un complesso aggregato

²⁰ Zappa, *Produzione*, II, p. 474.

²¹ Ferrero G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Milano, Giuffrè, 1966, p. 14.

²² Zappa G., *Il reddito d'impresa*, Giuffrè 1946.

costituito da fattori complementari.²³ Per questa ragione il valore del capitale economico, può talvolta essere significativamente distante dal valore rappresentato in bilancio dal patrimonio netto. Il valore contabile di un'impresa e i criteri di valutazione, utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio, infatti, non costituiscono normalmente una base adeguata per la valutazione del capitale economico di un'impresa. Le valutazioni di bilancio non sono mirate alla determinazione del valore d'impresa ma, alla determinazione del reddito d'esercizio in un determinato momento. inoltre, il criterio di base utilizzato nelle valutazioni di bilancio è quello del costo storico, mentre oggi si tende a valutare un' impresa soprattutto sulla base delle sue prospettive future.

Dopo l'interesse mostrato negli anni '60 per le valutazioni cominciò un lungo periodo durante il quale l'argomento non venne quasi considerato dalla dottrina, con ogni probabilità a causa della crisi degli anni '70 che non agevolò il moltiplicarsi di quelle operazioni straordinarie. Considerando che l'intuizione di un possibile utilizzo del capitale economico come strumento di gestione per orientare le scelte di convenienza economica comparata o per valutazioni di efficacia non fu ripresa, non essendo i tempi ancora maturi per trovare una sua effettiva applicazione, ne consegue che negli anni 70 lo studio delle valutazioni economiche d'azienda non poteva essere percepito come una priorità. Probabilmente per lo stesso motivo, all'inizio degli anni '80, con la crisi economica ormai alle spalle, l'interesse nei confronti delle valutazioni economiche d'azienda, seppur limitate alla sola ipotesi generica di cessione, ricominciò a farsi sentire. Mentre però in precedenza si era privilegiato in particolare lo studio del concetto generale ed astratto, ora ci si soffermò prevalentemente sulle applicazioni e sulle tecniche da suggerire alla pratica professionale. Soprattutto grazie ai contributi di Guatri ebbe inizio un'analisi scientifica delle metodologie di valutazione delle aziende, con l'indicazione del loro pregi e difetti nelle applicazioni pratiche, così come nella loro accettabilità teorica in aderenza al rispetto del concetto astratto generale.²⁴

Un punto da non trascurare è che gli studi di questi anni fornirono una prima trattazione dei metodi diretti, dei metodi cioè basati sui valori formati sui mercati azionari e dei metodi finanziari basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi. In entrambi i casi

²³ Ferrero G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, 1996.

²⁴ Guatri, *Valutazione I*

l'attenzione della dottrina e del mondo esterno furono scarsi: il mercato finanziario italiano, poco sviluppato e caratterizzato da un numero modesto di aziende quotate e di scambi poteva fornire solo informazioni di scarsa attendibilità ai fini della valutazione del complesso aziendale. L'analisi dei flussi di cassa, storici e prospettici, piuttosto trascurata dalla dottrina aziendale, non era comunque mai stata considerata sullo stesso piano di quella reddituale, e quando affrontata spesso veniva limitata al consuntivo o al preventivo a breve per le oggettive difficoltà di previsioni di lungo periodo. Con i metodi diretti e finanziari si affaccia sul panorama delle valutazioni d'azienda la finanza d'impresa traendo la propria linfa da esperienze e studi del mondo anglosassone in generale ed americano in particolare.

Merito degli studi di questo periodo fu, rispetto al mercato finanziario, comprendere e trasmettere che, a prescindere dal grado evolutivo del mercato cui si fa riferimento, i prezzi non vanno mai confusi con i valori e comunque, anche a voler dare un peso alle negoziazioni, lo scambio di una singola azione è diversa dallo scambio di un pacchetto di controllo non totalitario ed è cosa ancora diversa dal possibile prezzo di riferimento di un'azienda nella sua interezza. (si veda Guatri, valutazione I – Massari, valore di mercato)

3. Il finalismo aziendale: la teoria della creazione del valore

L'identificazione del fine dell'azienda nella massimizzazione del valore di lungo termine costituisce il presupposto teorico fondamentale della teoria di creazione del valore. Un'attenta analisi delle diverse definizioni del concetto di azienda consente di evidenziare come esse presuppongano una diversità dei fini o meglio del fine perseguibile dall'azienda.

A tal proposito è possibile affermare che i diversi autori di ragioneria ed economia aziendale, in funzione dell'obiettivo perseguito, della metodologia prescelta nonché del modello di analisi proposto, hanno identificato uno o più fini perseguiti dall'azienda o addirittura hanno negato la possibilità di identificare e di classificare a priori i fini perseguiti dall'azienda.

Viganò afferma infatti che non esiste un fine unico e costante per ogni tipologia di azienda e che pertanto non è possibile l'affermazione di discipline diverse in base ad esso. L'autore ritiene piuttosto che la naturale mutevolezza del fine spinge verso una disciplina unitaria le diverse tipologie.²⁵

L'identificazione dell'obiettivo dell'azienda in termini di massimizzazione del valore di lungo periodo consente di conciliare gli approcci che presuppongono o una priorità degli interessi degli azionisti (*shareholder theory*) o la necessità di considerare e bilanciare gli interessi e le aspettative di diversi gruppi di soggetti (*stakeholder theory*). L'approccio teorico della creazione di valore si fonda sull'assunto che il finalismo aziendale sia identificabile nella massimizzazione del "valore economico complessivo" dell'azienda nel lungo termine.

In tale definizione il concetto di valore deve essere inteso, come valore di scambio oggettivo di tutti i diritti finanziari (*financial claims*).²⁶ Altro aspetto essenziale della definizione del finalismo aziendale riguarda il concetto di massimizzazione. In realtà, data la strutturale e continua evoluzione del fenomeno aziendale e considerate le continue perturbazioni indotte dall'ambiente esterno, l'obiettivo che deve guidare le scelte e le decisioni aziendali è meglio identificabile con il termine di "ricerca" (value seeking) o "creazione" di valore (value creation) che con quello di massimizzazione.²⁷

L'approccio alla creazione di valore si fonda su alcuni importanti presupposti teorici che risulta importante evidenziare.

I principali possono essere identificati:

- a) Nell'identificazione di un'autonomia concettuale al fenomeno aziendale;
- b) Nell'identificazione di una funzione obiettivo unica per l'azienda;
- c) Nell'evidenziazione di una relazione diretta tra l'obiettivo della massimizzazione del valore dell'azienda nel lungo termine e il benessere sociale.

²⁵ Viganò E., *Azienda. Contributi per un rinnovato concetto generale*, Cedam, Padova, 2000, p. 654.

²⁶ Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate objective Function*, Journal of Applied Corporate Finance, 2001, pp. 8-21.

²⁷ "Il concetto di massimizzazione infatti è applicabile in situazioni statiche e sufficientemente semplificate dove è possibile ed agevole quantificare il punto di ottimizzazione di una determinata funzione". Amaduzzi A., *Equilibrio e valore economico aziendale*, Milano Giuffrè Editore, 2002, p. 99.

Il primo principio alla base della teoria di creazione del valore è identificabile nell'autonomia concettuale attribuita al fenomeno aziendale. Infatti la possibilità teorica di evidenziare un obiettivo autonomo per l'azienda, distinto rispetto a quello perseguito dai soggetti che le danno vita e sono interessati ai risultati da essa perseguiti, presuppone l'affermazione di un approccio di analisi del fenomeno aziendale di tipo "oggettivo". La teoria di creazione del valore presuppone la possibilità di identificare un fine unico per l'azienda. Solo identificando un unico fine per l'azienda è possibile individuare una funzione obiettivo unica da utilizzare per orientare le scelte dei managers o dell'imprenditore.

Creare valore significa accrescere la dimensione del capitale economico, cioè in breve, il valore dell'azienda intesa come investimento. Ma, osserva Guatri,²⁸ il maggior valore creato per poter essere percepito e misurato dagli azionisti-risparmiatori deve passare anche nel valore di mercato, cioè trasferirsi sui prezzi delle azioni. Creazione e diffusione del valore sono pertanto momenti complementari.

La creazione di valore è un obiettivo non solo razionale, in quanto determina la priorità dei concetti come la ricerca di una crescente capacità reddituale ed il controllo dei rischi; ma anche largamente condivisibile da tutti coloro che hanno interesse alla vita di impresa e stimolante della professionalità e della fantasia di imprenditori e managers; ed infine è misurabile.

Uno dei più significativi punti di distacco tra la versione americana e quella europea della teoria di creazione del valore attiene al modo di misurazione della variazione del capitale economico.

Nell'ottica americana, la scelta costante è per i metodi finanziari, specialmente nella raffinata versione dell'Unlevered Discounted Cash Flows Analysis mentre la dottrina italiana ha privilegiato, fino a non molti anni fa, i modelli reddituali.

È poi auspicabile che il valore creato, specie nelle società quotate, si trasferisca sui prezzi di mercato. Le vie per realizzare tale intento, e cioè la diffusione del valore.

²⁸ Guatri L., *La teoria della creazione del valore. Una via europea*, Egea, 1991, Milano, p.6.

È fondamentale però non confondere il concetto di valore con quello di prezzo: i prezzi sono dati espressi dai mercati, i valori sono grandezze stimate a mezzo della previsione dei flussi attesi e dell'apprezzamento dei rischi (e quindi dei tassi). I valori sono pertanto in buona parte opinioni, frutto di un processo complesso. Inoltre non tutte le variabili che influenzano i prezzi riguardano necessariamente anche il valore. Prezzi e valori appaiono nei loro andamenti temporali collegati da relazioni-uniformità concettualmente definite. I prezzi in certi periodi sovrastano i valori e viceversa, in particolare i valori assoluti sono sempre più stabili dei valori relativi, poiché i primi risentono solo delle variabili fondamentali (flussi attesi e tassi); mentre i multipli risentono anche delle vicende dei mercati: con l'alternarsi di fasi di euforia e di depressione, con il succedersi degli alti e bassi dei processi di concentrazione tra imprese e così via. L'azienda, attraverso la trasformazione dei fattori produttivi e attraverso i meccanismi di mercato, crea un differenziale di valore tra risorse generate e risorse assorbite.

In una società votata alla crescita, la missione istituzionale delle imprese non può che essere la realizzazione di questo differenziale, in mancanza del quale l'impresa non produce valore per la società nel suo insieme o, addirittura, lo distrugge.

Le condizioni che contraddistinguono l'autonomia dell'impresa si legano proprio alla capacità della medesima di remunerare, ad un livello adeguato, tutti i fattori produttivi, compreso il capitale di proprietà, al fine di legarli stabilmente alla propria economia, ed è evidente come questo sia possibile solo nella misura in cui l'impresa riesca a produrre questo differenziale di valore.²⁹

L'allargamento del soggetto economico, o la *stakeholder theory*, non introduce modifiche nell'obiettivo istituzionale di impresa ma spinge a verificare in che modo e soprattutto con quali tempi il differenziale di risorse viene generato. Nel breve periodo è possibile, anzi probabile, che il modello generativo tenda a privilegiare alcune categorie di interesse rispetto ad altre, e questo accade perché nel breve periodo la distribuzione di valore risente delle asimmetrie informative di mercato e dei relativi comportamenti opportunistici, che non possono essere assorbiti in spazi temporali limitati.

²⁹ Cavalieri E., Ranalli, *Appunti di Economia Aziendale*, Edizioni Kappa 1995 Roma, p. 115.

Quindi la massimizzazione del profitto economico nel breve periodo non dimostra necessariamente la validità del modello strategico adottato, il quale penalizzando alcuni soggetti rilevanti, potrebbe risultare pregiudizievole per i risultati futuri.

L'unità produttiva, quindi, deve non solo massimizzare il differenziale, ma deve farlo in modo stabile e continuativo, con buone prospettive per il futuro.³⁰ Nel lungo periodo, le asimmetrie informative vengono effettivamente assorbite, e conseguentemente il modello di generazione del valore si basa in modo esplicito sul conseguimento di una generale e diffusa soddisfazione di gran parte degli interlocutori. Solo attraverso il profitto economico nel lungo periodo è possibile, cioè, raggiungere l'equilibrio economico- aziendale.



Lo sviluppo del profitto economico di lungo periodo conduce a una nozione di valore più complessa, rappresentata dal valore economico del capitale e, in modo più specifico, dell'avviamento.

In prima approssimazione, infatti, il capitale economico è ottenibile dalla capitalizzazione dei redditi che prospetticamente saranno generati; l'avviamento è il risultato della medesima capitalizzazione, limitata però al solo profitto economico.

L'avviamento è comunemente inteso come il valore complessivo delle immaterialità di cui l'impresa dispone, quelle attività cioè che non riescono ad essere rilevate contabilmente e

³⁰ *Le condizioni di equilibrio economico vanno necessariamente riferite al lungo periodo e che il loro soddisfacimento non deve necessariamente intendersi in modo puntuale durante tutta la vita dell'azienda. E' possibile anche sostenere situazioni di squilibrio economico nel breve periodo, dovute alle cause più disparate, purché risultino recuperabili in tempi successivi e, quindi, compatibili con l'equilibrio di lungo andare.* Cavalieri, Ranalli opera citata p. 118.

non sono dunque incluse nel patrimonio netto pur contribuendo a porre le condizioni per il raggiungimento dell'equilibrio economico- aziendale.

Dal 1992 ad oggi, sono stati elaborati da numerosi studiosi³¹, soprattutto americani, molti modelli il cui fine è la valutazione dei beni immateriali presenti in azienda.

Il professor Baruch Lev ne propose uno nel 1999, il *Knowledge Capital Earnings*, attraverso il quale dimostra che tipo di relazione esiste tra le risorse di cui un'azienda dispone e la sua *performance*, e quindi in che misura le risorse immateriali contribuiscono alla formazione del profitto di lungo periodo e dunque al raggiungimento dell'equilibrio economico- aziendale.

Concettualmente il risultato o performance economica, dipende dalle modalità di impiego di tre aree di fattori produttivi specifici: i beni fisico tecnici, i beni finanziari e i beni immateriali, secondo la seguente relazione:

$$economic\ performance = \alpha\ physical\ asset + \beta\ financial\ asset + \delta\ intangible\ asset$$

con α , β e δ pari ad ipotetici coefficienti di rendimento delle diverse tipologie di asset.

Il concetto di *economic performance* non si limita ai risultati ottenuti in passato, valori consuntivi, ma si estende anche ai risultati futuri che possono essere ragionevolmente previsti sulla base dell'impianto strategico dell'impresa considerata.

Questa estensione è giudicata indispensabile da Lev, in quanto il rendimento delle risorse immateriali tende a manifestarsi con cicli temporali più ampi rispetto a quanto accade per le altre risorse. Per questo motivo riferirsi esclusivamente al reddito conseguito in passato significherebbe non cogliere appieno la misura del rendimento complessivo. E' inoltre possibile notare le analogie e le differenze con altri risultati reddituali integrati, come ad esempio il REI.

³¹ Brooking, Bontis, McPherson, Sullivan, Nash, Lev, Kaplan e Norton, Sveiby solo per citarne alcuni.

Il REI prevede che si aggiunga al reddito di periodo R la variazione nel periodo dello stock di beni immateriali, cioè ΔBI , con la seguente logica di rappresentazione:

$$REI = R + \Delta BI$$

Ad R si perviene partendo dall'utile contabile e sottoponendolo ad un processo di normalizzazione che neutralizzi le politiche di bilancio, le componenti straordinarie di reddito, le componenti estranee alla gestione, gli eventuali effetti distorsivi dell'inflazione, il valore delle plusvalenze e delle minusvalenze.

La necessità di integrare il reddito così ottenuto con ΔBI , definito anche *differenziale fantasma*, scaturisce dal fatto che il risultato R derivando, pur con integrazioni e correzioni, dalla logica contabile di tipo consuntivo, non include, se non marginalmente, la dinamica dei beni immateriali.

Naturalmente, l'ipotesi sottostante consiste nel ritenere che la variazione ΔBI sia una grandezza flusso di tipo reddituali, anche se si manifesterà compiutamente nel reddito di derivazione contabile in un tempo futuro.

L'analisi condotta da Baruch Lev segue una logica almeno in parte diversa: per Lev, infatti, il risultato economico non è rappresentato dal reddito contabile normalizzato della formula del REI, ma da una media ponderata di risultati reddituali passati e futuri. Pertanto, mentre il REI è un risultato consuntivo che viene integrato da una variazione patrimoniale non rilevata contabilmente, l'*economic performance* non è un risultato consuntivo, ma almeno in parte un risultato di reddito atteso.

L'incognita della funzione è naturalmente il valore del capitale immateriale, e al suo calcolo sono indirizzate le fasi valutative di cui si compone il metodo.

► In primo luogo è necessario calcolare il risultato economico, analizzando il reddito netto normalizzato conseguito negli ultimi 3- 5 anni. A questi valori deve aggiungersi anche i redditi previsti per i successivi 3- 5 anni, analizzando tutte le fonti informative disponibili. Il primo stadio di analisi si conclude con una misura del reddito di impresa

ottenuto come media ponderata dei risultati reddituali di 6- 10, di cui metà nel passato e metà nel futuro. Questi ultimi dovrebbero assumere un peso maggiore nel calcolo della media ponderata.

► Il secondo passo consiste nel calcolare i tassi di rendimento normali del capitale fisico tecnico e del capitale finanziario. Sulla base di informazioni in qualche modo pubbliche, ma soprattutto analizzando le condizioni dell'area strategica d'affari dell'impresa considerata, si dovrebbe pervenire a dati significativi che Lev indica, in termini esemplificativi, in un 7% per il capitale fisico e in un 4,5% per il capitale finanziario (*after taxes rate*). E' abbastanza agevole a questo punto calcolare, attraverso un'accurata analisi di bilancio, il rendimento dei beni fisico tecnici e dei beni finanziari dell'impresa considerata, procedendo anche ad eventuali rivalutazioni per considerare valori correnti al posto dei valori storici. Quello che rimane dopo aver sottratto il rendimento del capitale fisico tecnico e del capitale finanziario dall'economic performance è il contributo dato dal capitale immateriale al risultato economico dell'impresa (*Intangible- Driver Earnings*). Capitalizzando il valore di questo contributo a un tasso che tenga adeguatamente conto del rischio connaturato agli asset, e per un periodo di tempo coerente con la loro vita economica, è possibile pervenire anche al valore economico del patrimonio immateriale³².

4. Le determinanti del valore: le risorse aziendali

Generare profitto economico significa battere il mercato, attivare un processo generativo più efficace rispetto a quelli attivati da unità economiche comparabili.

Il profitto economico implica l'esistenza e il riconoscimento di un'eterogeneità competitiva o di differenziali competitivi tra i diversi attori del sistema economico. La nozione di vantaggio competitivo permette di focalizzare soprattutto due aspetti:

³² Beretta Zanoni A., *opera citata*, pp. 51- 63.

1. i risultati reddituali in genere, e i risultati di profitto economico in particolare, dipendono tendenzialmente, fatte salve cioè particolari condizioni, dalla conquista e dalla conservazione di posizioni di vantaggio;

2. la misura di tali risultati dipende dalla rilevanza e dalla solidità dei vantaggi acquisiti.

Lo studio delle determinanti dei differenziali competitivi rappresenta un'area di ricerca particolarmente complessa che coinvolge diversi ambiti disciplinari.

Secondo un approccio di derivazione economica industriale (approccio strutturale) la fonte di redditività delle imprese, e quindi la fonte di eterogeneità, risiede sia nell'attrattività del settore (cioè dalla sua struttura), sia nel posizionamento competitivo dell'impresa nel settore stesso.

Con la nozione vantaggio competitivo si intende il risultato di una strategia che permette all'impresa di occupare e mantenere un posizionamento favorevole nei mercati in cui essa opera e che tendenzialmente si traduce in una redditività superiore a quella media dei concorrenti effettivi e potenziali.

Se l'obiettivo essenziale ed inderogabile per qualsiasi impresa è creare valore, ne consegue che al valore stesso devono essere indirizzate e conformate le scelte strategiche dell'impresa. Poiché il processo di creazione di valore passa inevitabilmente attraverso l'ottenimento di vantaggi competitivi, cercare di capire le determinanti di questi ultimi assume quindi rilevanza centrale.

Per lungo tempo il pensiero di Porter (1979) ha rappresentato il paradigma prevalente del management strategico: le imprese, per costruire un vantaggio competitivo, dovevano analizzare il proprio ambiente competitivo, scegliere la strategia ad esso più adatta e, conseguentemente, acquisire le risorse necessarie alla sua implementazione.³³

Il legame tra redditività e attrattività del settore è relativo, semplificando l'analisi, all'interazione tra le cinque forze settoriali (concorrenti, fornitori, clienti, potenziali entranti e prodotti sostitutivi) da cui dipende il livello dei costi e dei prezzi.

³³ Silvestri G. e Pilati M., *La gestione strategica delle risorse umane: u nuovo patto tra direzione del personale e management*, in *Economia & Management* 1/ 2005 p. 98.

La catena del valore di Porter arricchisce in senso economico aziendale e strategico l'approccio strutturale. L'impresa viene definita, infatti, come un sistema articolato di attività volte alla generazione di valore mediante la creazione di vantaggi di competizione. Porter si allinea alle versioni deboli del paradigma *struttura condotta performance*, nelle quali la rigidità originaria viene allentata e alla condotta viene attribuita una maggiore rilevanza. Anche nelle versioni deboli, e quindi anche in Porter, la struttura del settore conserva tuttavia un ruolo centrale, poiché le determinanti del vantaggio (economie di scala, di esperienza, ecc.) dipendono comunque dalla sua configurazione.

In sostanza, per Porter:

- ogni settore industriale presenta una propria attrattività strutturata in termini di redditività, dipendente dalla dinamica delle cinque forze;
- all'interno del settore, le determinanti strutturali, dipendenti dalla struttura, definiscono con quali termini e con quali limiti possono generarsi differenziali competitivi;
- le modalità con cui le singole aziende svolgono le specifiche attività aziendali, mediante un'azione strategica di tipo creativo e del tutto particolare, completano il processo che è all'origine dei vantaggi di competizione, della loro permanenza nel tempo e della loro solidità, posti comunque i condizionamenti derivanti dalle determinanti.³⁴

Se l'analisi strutturale conserva un'evidente validità nello spiegare il motivo per cui la redditività raggiunge determinati livelli e in che modo si possono generare differenziali competitivi, è pur vero che negli ultimi vent'anni si è assistito a un progressivo spostamento di attenzione verso l'altra fonte di redditività, attribuibile non alla struttura settoriale quanto piuttosto alla specificità dell'impresa (*firm specific*).

Si è notato, infatti, come l'analisi competitiva classica non consentisse di identificare le ragioni ultime del successo competitivo.

Sul finire degli anni '80 il nesso tra il posizionamento e il vantaggio competitivo e cioè, l'impostazione d'analisi tutta incentrata a livello *industry*, viene messa in crisi dalle ricerche empiriche effettuate sulle *performance* delle imprese, o meglio, sulle differenze tra

³⁴ Beretta Zanoni A., *opera citata* pp. 42-43.

performance delle imprese operanti negli stessi settori. Tali ricerche evidenziarono come l'attrattività del settore sia solo uno dei livelli cui si possono ricondurre le determinanti del successo di un'impresa, e che agli effetti a livello industriale sia ascrivibile solo una parte della varianza dei risultati delle imprese.

L'avvento della Resource-Based View allarga i confini proposti dal precedente paradigma strategico e consente un'analisi più articolata dei vari livelli di generazione del vantaggio competitivo, dando particolare rilievo al ruolo delle variabili interne, in particolare delle *risorse immateriali*, rispetto alle variabili esterne.

Tale idea nasce proprio dall'osservazione dell'eterogeneità delle performance all'interno dei settori e tra i settori, che si ritiene generata dall'unicità delle caratteristiche delle imprese, riconducibile alle diverse dotazioni di risorse e competenze possedute.³⁵

I motivi di questo spostamento di attenzione sono riconducibili alla crescente complessità socioeconomica che ha progressivamente indebolito la validità concettuale delle strutture settoriali, sempre più difficilmente definibili ed identificabili. Lo stesso concetto di settore è apparso assumere contorni meno nitidi rispetto al passato, per lasciare spazio a forme d'aggregazione strutturate in modo diverso, a partire dalle aree strategiche d'affari.

Considerando proprio l'impresa come unità d'analisi principale, il filone di ricerca noto come *Resource Based View* si è significativamente sviluppato con l'obiettivo di comprendere il motivo per cui all'interno di numerosi sistemi competitivi esiste una così evidente e perdurante eterogeneità tra le imprese in essi operanti.

Il filone di studi è abbastanza variegato al suo interno, e in vario modo si richiama tanto alle teorie shumpeteriane sulle rendite imprenditoriali, quanto agli studi di matrice più tipicamente organizzativa riconducibili ai lavori di Barnard, Selznik, Penrose. Ma in tutti i contributi collocabili all'interno del filone RBV l'attenzione è riposta sulle risorse interne alle imprese, come fattore determinante dei differenziali.³⁶

³⁵ <<...coerentemente con l'approccio Shumpeteriano che considerava l'innovazione un'occasione per sostituire le vecchie combinazioni di risorse, la strategia si esplicita nella ricerca costate dei modi nei quali le risorse **uniche** dell'impresa possono essere ricombinate in funzione delle mutevoli circostanze...>> Lipparini A., *La gestione strategica del capitale intellettuale del capitale sociale*. Il Mulino, 2002, pag. 26.

³⁶ Beretta Zanoni, *opera citata*, p. 45.

Nell'ambito della formulazione dei principi del *Resource-based Management*, scuola di pensiero che si propone di supportare le imprese nel processo di creazione di valore in contesti ad elevata complessità, sono stati proposti due principali mutamenti di prospettiva per studiare le fonti ultime della generazione del vantaggio competitivo.

Il primo cambiamento riguarda l'adozione della prospettiva dell'impresa e delle sue risorse³⁷ quale punto di analisi dei processi di creazione di valore. L'ambiente e la struttura del settore, per le imprese che sanno cavalcare la complessità, non sono più dati oggettivi da cui derivano le implicazioni in merito ai comportamenti strategici. Al contrario, l'ambiente entra a far parte dell'impresa, la caratterizza, diventa un elemento del suo funzionamento: esso diventa, cioè un elemento soggettivo definito dall'impresa e dalle sue risorse. In quest'ottica, per comprendere la formazione e il sostenimento del vantaggio competitivo in contesti complessi diviene fondamentale lo studio analitico dell'impresa e delle sue risorse.

Il secondo fondamentale cambiamento riguarda la particolare concezione dell'impresa (e più indirettamente di risorse) che si intende prendere a riferimento. In una visione sistemica, che è la più coerente per analizzare l'impresa nell'ambito degli studi di Economia Aziendale e di Management, la natura dell'impresa può essere intesa come *sistema cognitivo*³⁸. L'impresa è, cioè, vista come un sistema in grado di funzionare sulla base della sua conoscenza e in grado di alimentare continuamente il vantaggio competitivo attraverso la conoscenza di cui è dotata.³⁹

Il concetto di vantaggio competitivo è centrale negli studi di *strategic management*, questo concetto chiama in causa, in primo luogo, l'idea di una posizione di superiorità rispetto

³⁷ “Il termine “risorse” deriva dal latino “resurgere”, che ha il significato di risorgere, rinascere: la caratteristica fondamentale delle risorse dell'impresa è appunto data dalla loro capacità di autoalimentazione e dal processo di continua autocreazione dell'impresa stessa che esse consentono. Questo implica che il processo vitale dell'impresa ruota intorno alla sua capacità di generare le proprie risorse a partire dalle risorse già possedute: le risorse sono, cioè, quelle sostanze dell'impresa dotate della capacità di autoalimentarsi e di alimentare altre sostanze della stessa natura.” Vicari S. “Risorse aziendali e funzionamento d'impresa” in *Economia & Management* n 3/1992 pag 127

³⁸ “L'impresa è un sistema cognitivo, fondandosi la sua esistenza ed il suo operare sulla propria conoscenza. Essa, in quanto sistema cognitivo, crea informazione, attiva conoscenza per produrre nuova conoscenza, attraverso continui processi di apprendimento. L'impresa funziona come un sistema cognitivo, che utilizza la sua conoscenza per determinare le linee del proprio comportamento e per accumulare continuamente conoscenza”, in Vicari S., opera citata, p.136.

³⁹ Vicari e Verona, *La generazione del vantaggio competitivo. Recenti sviluppi e nuove implicazioni per il Resource-Based Management*, in *Finanza, Marketing e Produzione* n 2/2000 pp. 11- 12.

ad altre imprese od organizzazioni in un dato mercato. Chiaramente è il mercato il termine di riferimento rispetto al quale è definibile una posizione di vantaggio competitivo.

Alla nozione di vantaggio competitivo si lega, il più delle volte, quella di sostenibilità dello stesso. La sostenibilità non indica la mera durata temporale né il fatto che il vantaggio non possa persistere indefinitamente, ma si riferisce alla possibilità che quel vantaggio sia replicabile o meno da altre imprese.

Il *focus* degli studi di strategia è, quindi, costituito dall'analisi delle modalità attraverso le quali le imprese conquistano e conservano il vantaggio competitivo e, per questo motivo, conseguono performance superiori alla media. La risposta che offre la *resource-based view* è quella secondo cui le ragioni del vantaggio competitivo vanno ricercate nel possesso e nella disponibilità (non necessariamente la proprietà) di risorse dotate di determinate caratteristiche.

Il successo di un'impresa è, cioè, funzione dei comportamenti che essa ha realizzato: quali prodotti ha deciso di produrre, in quali mercati e con che tipo di strategia ha scelto di operare, come ha acquistato i fattori produttivi, come e a quali condizioni ha reperito ed amministrato i mezzi finanziari, come ha organizzato la produzione e la commercializzazione dei propri prodotti, come ha controllato lo svolgimento della propria attività, come ha selezionato e gestito il personale, come ha organizzato il sistema informativo. E naturalmente da come ha realizzato tutto ciò in relazione ai suoi concorrenti. In una parola il suo successo è dipeso dal suo comportamento.

Se tuttavia andiamo oltre, e ci chiediamo, in qualsiasi istante di vita di un'impresa, da che cosa dipenda il suo comportamento, l'unica risposta che possiamo dare è che esso non può che dipendere dalle capacità manageriali, finanziarie, commerciali produttive ed organizzative. Il comportamento di successo di un'impresa dipende in ogni istante, dunque, dal set di risorse disponibili in quel momento.

Se ora ci poniamo la domanda successiva, e cioè, da che cosa dipendano le capacità di cui un'impresa dispone, la risposta è che esse sono originate dai comportamenti dell'impresa. Le capacità di un'impresa sono, infatti, il frutto dei comportamenti realizzati: da quelli deliberatamente posti in essere per acquisire risorse (come nel caso dell'assunzione di personale, dell'acquisto di servizi) a quelli che involontariamente producono capacità (come è

nel caso dell'apprendimento legato allo svolgimento di una certa attività e alla costruzione di un marchio). Tuttavia sappiamo che tali comportamenti sono a loro volta originati dalle capacità esistenti.

L'unica soluzione che è possibile trovare al quesito è che, in ogni istante le risorse dell'impresa dipendono dai suoi comportamenti e che questi ultimi sono funzione delle risorse di cui l'azienda dispone.⁴⁰

Un'impresa che riesce a godere di vantaggi competitivi, grazie ai propri comportamenti e grazie alle risorse di cui dispone, ha, ovviamente, saggi di profitto o quote di mercato superiori alla media.

Le pressioni competitive tendono, però, ad annullare tali posizioni di vantaggio, così come spiegato dal modello di razionalità economica proprio dell'economia neoclassica.

Tuttavia alcune risorse scarse e difficili da imitare fanno sì che tali superiori performance persistano.

La RBV ha il pregio di spiegare:

1. perché alcune risorse siano più di altre in grado di generare posizioni di vantaggio competitivo;
2. perché, pur in presenza di rilevanti pressioni competitive, permangano asimmetrie nella dotazione di risorse e, quindi, nei vantaggi competitivi e nelle rendite che esse consentono di ottenere.

I nessi di causalità esistenti tra le risorse e vantaggio competitivo possono essere compiutamente spiegati a partire dai requisiti dell'incertezza e dell'immobilità, i quali comprendono le ulteriori caratteristiche delle risorse che i contributi di ricerca hanno finora individuato come determinanti ai fini della conquista di posizioni di vantaggio competitivo sostenibile.

La difficoltà di isolare i nessi di causa ed effetto nella produzione del vantaggio competitivo deriva dal fatto che quest'ultimo è il risultato di una pluralità di concause,

⁴⁰ Vicari S., *opera citata* pp. 130-135.

all'interno delle quali è compito arduo individuare i veri *driver*. Proprio tale difficoltà spiega come siano emerse ricostruzioni sostanzialmente diverse in dottrina con riferimento alla catena causale che conduce al vantaggio competitivo. In altri termini, di fronte al compito particolarmente arduo di identificare i nessi di causalità tra risorse e vantaggio competitivo e di distinguere le condizioni strettamente necessarie, i teorici della RBV hanno finito col porre l'accento ora su alcune ora su altre condizioni ritenute fondamentali a tale scopo. Per tale via, gli sforzi di arricchimento teorico hanno prodotto una maggiore specificazione delle analisi, ma al tempo stesso, anche una inevitabile moltiplicazione dei modelli interpretativi delle determinanti del vantaggio competitivo.

L'eterogeneità tra risorse e , quindi, tra imprese, costituisce il requisito fondamentale capace di garantire l'acquisizione e il mantenimento di rendite superiori rispetto ai concorrenti, ossia di vantaggi competitivi.

L'eterogeneità scaturisce, a sua volta, da due attributi fondamentali delle risorse, l'incertezza e l'immobilità (o imperfetta mobilità). Sono queste le due condizioni strettamente necessarie ai fini della conservazione dell'eterogeneità nella dotazione di risorse delle imprese.

Le ulteriori caratteristiche delle risorse possono essere considerate come specificazioni o casi particolari di questi due concetti.

L'immobilità risente della specificità degli assets aziendali, della loro destinazione ad un particolare scopo o funzione, strettamente connesso al contesto aziendale in cui la risorsa è impiegata. La specificità degli assets aziendali è il frutto degli investimenti realizzati dall'impresa e riflette, quindi, il *commitment* strategico della stessa. Gli investimenti compiuti dall'impresa in assets specifici rappresentano anche un deterrente all'entrata in un settore da parte di nuove imprese. Il concetto di immobilità è legato, pertanto, ai cosiddetti "costi affondati" (*sunk costs*), che vincolano talune risorse all'impresa. Essa si collega, da un lato, alle imperfezioni del mercato, che impediscono che alcune risorse vengano liberamente e convenientemente scambiate e, dall'altro, all'alta specificità delle risorse stesse, dovuta, a sua volta, al carattere di unicità del contesto aziendale in cui esse sono sviluppate. Tuttavia nei contesti competitivi attuali, la diffusione dei rapporti di collaborazione e l'affermarsi della

logica dei *network* impongono un ripensamento, o meglio, un allargamento del concetto di imperfetta mobilità, in maniera tale da comprendere nel novero delle risorse chiave ai fini dell'acquisizione del vantaggio competitivo non solo le risorse accumulate all'interno della singola organizzazione, ma anche quelle messe a disposizione all'interno di configurazioni reticolari d'impresa.

L'incertezza è un'ulteriore caratteristica che spiega l'eterogeneità delle risorse. L'incertezza può essere definita come la condizione, per effetto della quale i processi di costruzione del vantaggio competitivo tendono a rimanere una "black box". Ad essa sono riconducibili molte delle spiegazioni fornite dagli studiosi sulle determinanti del vantaggio competitivo.

In primo luogo, l'incertezza caratterizza il funzionamento del mercato: per effetto di asimmetrie e imperfezioni di mercato vi è sovente una differenza tra il prezzo di una risorsa e il valore generato, da cui deriva la formazione delle rendite.

In secondo luogo, va tenuto presente che il *set* di risorse aziendali viene impiegato in modo congiunto, combinato, il che impedisce di isolare l'azione di ciascuna di esse e l'effetto che essa produce sulle attività dell'impresa. L'incertezza si lega strettamente ai cosiddetti "meccanismi di isolamento": in mancanza di incertezza, una risorsa, per quanto unica ed immobile, può essere facilmente replicata.

Il passaggio dalla dotazione di risorse eterogenee al conseguimento di rendite si spiega attraverso tre caratteristiche fondamentali delle risorse stesse, che sintetizzano i meccanismi di conversione delle risorse in vantaggio competitivo, ossia il valore, l'appropriabilità, i limiti alla duplicazione.⁴¹

Nel modello *Resource Based*, quindi, le risorse per generare vantaggi competitivi devono essere:

➤ in primo luogo, tali da creare valore, cioè devono consentire all'impresa di concepire o implementare strategie che migliorino la propria efficacia ed efficienza, riuscendo

⁴¹ Cerrato D., "Natura e determinanti del vantaggio competitivo sostenibile nella prospettiva resource-based: alcune riflessioni critiche" in *Sinergie*, n.63/04 p. 13-18.

a soddisfare le esigenze dei clienti.⁴² Il valore della risorsa, ovviamente, non può essere considerato astrattamente ma va definito in relazione al mercato. L'impresa, in particolare, dovrebbe identificare le risorse maggiormente congruenti con i fattori critici di successo del settore, attuali e futuri.

➤ Devono creare valore reale e non potenziale: occorre cioè che il suo valore sia appropriabile dall'impresa perché, posto che una risorsa abbia valore, occorre capire chi se ne approprii. Il valore, infatti, può essere acquisito da diversi soggetti: clienti, fornitori, azionisti, dipendenti e da altri *stakeholders*. Un'azienda può definirsi efficace nell'appropriazione della risorsa, qualora il valore da essa creato si traduca in profitto per l'impresa.

➤ difficilmente imitabili o riproducibili dai concorrenti: mentre l'attributo del valore e della sua appropriabilità è fondamentale ai fini dell'acquisizione del vantaggio competitivo, i limiti alla duplicazione di tali risorse determinano la sostenibilità del vantaggio stesso attraverso la creazione dei cosiddetti "meccanismi d'isolamento".

➤ difficilmente sostituibili da altre risorse;(incertezza)

➤ non acquistabili sul mercato. (immobile) E' chiaro che la trasferibilità tende ad indebolire il vantaggio che le risorse possono assicurare all'impresa, in quanto la base di tale vantaggio è semplicemente acquisibile sul mercato. A questo aspetto si collegano, in vario modo, gli studi condotti sulle modalità con cui le imprese si appropriano dei benefici derivanti dalle risorse, attraverso ad esempio meccanismi contrattuali o attraverso soluzioni di tipo organizzativo.

➤ Essere durevoli, cioè devono presentare una minore probabilità di obsolescenza dovuta ai cambiamenti nell'ambiente.⁴³

⁴² " Non può dirsi in termini assoluti se una risorsa abbia valore. Quest'affermazione naturalmente implica una tautologia o circolarità, così sintetizzabile: le risorse di valore conducono alla definizione della strategia e all'acquisizione del vantaggio competitivo; la strategia e i comportamenti dell'impresa modificano il contesto e la struttura industriale in cui essa opera; tale struttura determina l'importanza di certi assets aziendali e, quindi, in ultima analisi, il fatto che una risorsa abbia valore. In altri termini, le risorse possono conferire all'impresa una posizione di vantaggio competitivo, per definire la quale è necessario far riferimento ad un certo contesto competitivo, ad un certo settore. Ma è tale contesto competitivo che qualifica una risorsa come avente valore." Schendel D. 1994 citato da D. Cerrato in Sinergie n.63/04 opera citata.

⁴³ Cerrato D., opera citata p. 20-24

➤ Devono essere dotate della proprietà di autoalimentarsi e di alimentare altre sostanze della stessa natura.⁴⁴

Le risorse sono “critiche”, inoltre, quando hanno altre importanti caratteristiche: quando sono potenzialmente utilizzabili in un numero elevato di mercati e d’aree d’affari, sono cioè slegate dalla specifica tipologia di un prodotto o di un mercato; quando sono in grado di incrementare i benefici ottenibili dai clienti, sono cioè realmente focalizzate sul valore complessivo dell’offerta; quando il loro valore poi, tende ad aumentare nel tempo con il loro utilizzo.

Pensare che il successo di un’impresa dipenda solo ed esclusivamente dalle risorse interne potrebbe, però, condurre a formulazioni di strategie che si rivelerebbero non capaci di garantire un reale vantaggio competitivo.

Secondo Hiroyuki Itami ⁴⁵(1988) l’essenza di una strategia⁴⁶ di successo è inclusa in ciò che egli definisce *sintonia strategica dinamica*, cioè la rispondenza nel tempo fra fattori esterni all’azienda (ad esempio, le preferenze dei clienti), fattori interni (ad esempio la reputazione di affidabilità dell’impresa) e il contenuto della strategia stessa. La strategia, pertanto, deve essere studiata e formulata consapevolmente in modo da soddisfare l’esigenza di congruenza mutevole nel tempo tra fattori esterni e fattori interni.

Un’azienda, continua Itami, raggiunge la sintonia strategica attraverso l’uso efficace e l’accumulo efficiente delle risorse invisibili come, ad esempio, il know how tecnologico o la fedeltà del cliente: solo un’azienda che si preoccupa di queste risorse sarà in grado di realizzare una serie di successi strategici.

⁴⁴ “Il concetto tradizionale di crescita aziendale, anche nel senso più avanzato voluto da Penrose, avviene attraverso l’uso della capacità accumulate nel tempo...il concetto di crescita qui espresso non consiste nell’individuare il modo migliore per utilizzare le capacità dell’impresa, ma significa accrescimento delle capacità...cambiando accezione di sviluppo, la strategia competitiva diventa come accrescere le risorse di cui l’impresa dispone, in certo contesto ambientale. In questa prospettiva la strategia non può essere la scelta della via ottimale per utilizzare le capacità di impresa, ma la via migliore per accrescere queste risorse.” Vicari S. opera citata pp. 146-147.

⁴⁵ Hiroyuki Itami è docente di management all’Università Hitotsubashi.

⁴⁶ <<...strategia è ciò che determina la struttura delle attività aziendali e che fornisce le linee guida delle politiche di coordinamento delle stesse, affinché l’azienda sia in grado di interagire con le mutevoli condizioni dell’ambiente esterno e di influenzarle. La strategia, quindi, definisce il comportamento dell’impresa in rapporto all’ambiente nonché il tipo di organizzazione da mettere in atto...>> Itami p. 23.

L'autore osserva come nel passato gli studiosi tendevano a definire strategiche solo le risorse tangibili suscettibili di una misurazione, come lo sono gli impianti e le attrezzature e che solo successivamente questa tendenza si è rivelata restrittiva quando ci si è accorti dell'esistenza di risorse "invisibili" quali le informazioni raccolte sul consumatore, una particolare tecnologia, il marchio, la reputazione e la cultura dell'impresa, che hanno un'importanza inestimabile nel definire il potere competitivo dell'azienda. Anzi molto spesso accade che queste risorse invisibili siano l'unica causa reale di un vantaggio competitivo aziendale che voglia essere duraturo. Un'azienda che non includa la tecnologia tra le sue risorse non può rimanere competitiva a lungo in un mondo di continua innovazione; se un'impresa ha una buona reputazione per prodotti di alta qualità in un settore può utilizzare la sua immagine per guadagnare una posizione preminente nei confronti dei concorrenti, come primo entrante, nel mercato di un prodotto nuovo.

Ma se è vero che il successo competitivo di una strategia dipende dalle risorse invisibili è anche vero che la dinamica di queste risorse (crescita o impoverimento) è fortemente influenzata dal contenuto della strategia stessa. Non basta cioè che l'azienda si doti di tutte le risorse tangibili ed intangibili ritenute strategiche per l'ottenimento del successo, questa è una condizione necessaria ma non sufficiente al perseguimento di un vantaggio economico duraturo; altra condizione essenziale all'implementazione di una strategia di successo è che vi sia un coordinamento tra le risorse e una coerenza di sfruttamento delle stesse con la strategia di fondo dell'impresa e che gli sforzi di ogni componente fisica ed intangibile dell'azienda siano protesi al perseguimento di un obiettivo comune (visione sistemica)⁴⁷. Questo vuol dire che non basta dotarsi delle risorse giuste e che non sempre il livello del capitale umano posseduto, per esempio, influenza direttamente i risultati a livello individuale e organizzativo. Di conseguenza, non necessariamente a un elevato stock di capitale umano corrisponde una

⁴⁷ Hiroyuki Itami, *Le risorse invisibili*, GEA ISEDI, 1988-1993 <<...la prestazione dell'azienda è il risultato di molte azioni separate. Un chiaro documento strategico elaborato dai massimi vertici rimane senza valore se non incide sul comportamento d'ogni persona nell'organizzazione. Quando invece una strategia mobilita l'impegno e il comportamento di ciascuno, essa realizza la sintonia organizzativa. Una strategia efficace fa muovere tutte le persone nella stessa direzione...>>, pp. 30 e ss. Amodeo definisce infatti l'azienda come un istituto economico unitario e duraturo, costituito da un complesso di persone e di beni economici e diretto al soddisfacimento dei bisogni umani, il quale, in vista di tal fine, svolge processi di acquisizione, di produzione e di consumo o di scambio continuamente coordinati in sistema ancorché mutevoli negli aspetti e variabili nelle dimensioni. *Ragioneria generale delle imprese* Giannini, Napoli, 1994, p. 12.

maggiore competitività, almeno non a livello di impresa⁴⁸ e senza un'organizzazione il capitale umano non riesce a tradurre il potenziale di cui dispone in risultati concreti.

5. Il ruolo degli intangibles nei processi di creazione del valore

Il filone di ricerca Resource Based stabilisce un legame piuttosto esplicito tra i differenziali competitivi e le risorse immateriali. Scorrendo l'elenco delle caratteristiche che le risorse devono possedere per generare i vantaggi, appare evidente che esse siano in larga parte di tipo immateriale. Stabilire una relazione diretta ed esclusiva tra il vantaggio e le risorse immateriali è, però, forse una forzatura.

L'impresa è un sistema unitario, nel quale confluiscono organicamente risorse finanziarie, materiali ed immateriali tra loro complementari e i vantaggi in ultima analisi non possono che derivare dal modo in cui si realizza la sintesi.⁴⁹ Fermo restando il concorso di tutte le risorse aziendali alla performance dell'azienda, le risorse immateriali hanno acquisito un ruolo fondamentale nel determinare gli esiti dei processi competitivi fino al limite in cui in molte aree strategiche le imprese sembrano svilupparsi esclusivamente nella misura in cui dispongano di tali risorse.

E' chiaro che conoscenza e tecnologia sono da sempre gli elementi di base da cui dipendono i processi di produzione: le risorse intangibili esistevano negli anni '70 e molto prima, risalendo agli albori della civilizzazione. Ogni volta che si mettevano in pratica delle idee nelle abitazioni, nei campi e nell'artigianato si creavano delle risorse intangibili. Invenzioni rivoluzionarie come l'elettricità, il motore a scoppio, il telefono e i prodotti farmaceutici hanno creato ondate di risorse invisibili (capitale intellettuale o patrimonio di conoscenza), per cui queste non sono sicuramente un fenomeno inedito.

⁴⁸ <<...utilizzando per analogia uno dei tormentoni del costume nazionale, si potrebbe definire questa situazione *il paradosso dell'inter*, la squadra di calcio che ha più investito nello stock di capitale umano e che meno ha raccolto, relativamente all'investimento, nei risultati...>> G. Soda "Se la cattiva finanza affonda il capitale umano" in *Economia & Management* 6/2005.

⁴⁹ Beretta Zanoni, *opera citata* pp. 46-47.

Quel che è nuovo, e che ha provocato la crescita delle risorse intangibili di questi anni (dalla metà degli anni '80), è la combinazione originale di due forze economiche collegate. Una è costituita dalla maggiore concorrenza cui sono sottoposte le aziende, determinata dalla globalizzazione dei commerci e dalla deregulation in settori economici chiave (per esempio, le telecomunicazioni, l'elettricità, i trasporti, i servizi finanziari). La seconda è l'avvento delle tecnologie informatiche, il cui ultimo esempio è internet. Questi due sviluppi fondamentali – l'uno economico e politico, l'altro tecnologico – hanno cambiato radicalmente la struttura delle aziende e, nelle economie avanzate, hanno proiettato le risorse intangibili al rango di fattori determinanti per il valore delle imprese.

Il motivo per il quale si ritiene che le risorse invisibili siano importanti risiede, abbiamo detto, nel fatto che analizzando le caratteristiche che le risorse devono possedere per garantire un vantaggio competitivo sostenibile ci accorgiamo che molte di queste sono presenti nelle risorse immateriali.

Il sistema di accumulazione del capitale, infatti, rende progressivamente sempre meno rara la risorsa finanziaria, al punto che il possesso del capitale non sembra a livello microeconomico un elemento differenziante al fine della competizione.

I beni materiali, per lo più acquistati con il capitale, risentono di un elevato grado di standardizzazione e sono pertanto facilmente accessibili. Se dunque dal loro possesso derivasse un vantaggio competitivo esso sarebbe facilmente imitabile e quindi non difendibile.⁵⁰

Gli elementi su cui le imprese possono contare sono, quindi, proprio quegli assets e quelle competenze che i concorrenti faticano ad emulare: la capacità d'innovare, cioè di portare regolarmente sul mercato nuovi prodotti e nuovi servizi; l'adattabilità, ossia la capacità di modificare i propri sistemi operativi e commerciali quando si modificano le condizioni di mercato; dei collaboratori assidui, fedeli e ben addestrati, insieme a dei leader in grado d'ispirarli; una marca di successo; una buona reputazione; dei sistemi informativi,

⁵⁰ Beretta A., Zanoni; *opera citata* pp. 31- 49.

produttivi e di erogazione del servizio che possano fornire ai clienti ciò che vogliono quando lo vogliono, minimizzando i problemi o i ritardi.⁵¹

La letteratura economico- aziendale ha visto proliferare nell'ultimo decennio una grande quantità di ricerche volte a dimostrare come gli intangibles forniscano un'importante contributo alla creazione di valore. E' necessario, però, fare alcune precisazioni.

In primo luogo l'identificazione degli intangibles sottintende un processo estremamente aleatorio, dal momento che è praticamente impossibile distinguere ed isolare il contributo delle singole risorse immateriali che originano un vantaggio competitivo. Inoltre, dobbiamo considerare che gli intangibles non hanno una valenza assoluta, ma relativa. In base al contesto, alla capacità di esprimere un binomio risorse tangibili/ intangibili efficiente ed efficace, alle risorse finanziarie e alle altre innumerevoli variabili endogene ed esogene, le attività immateriali forniscono utilità differenziate.

Poiché le combinazioni che si possono creare in tal senso sono praticamente infinite, ne discende che non per tutte, per quanto correttamente gestite, conducono necessariamente alla creazione di valore.

In terzo luogo, la misurazione del valore creato è estremamente complessa, in quanto i beni immateriali, sia per le difficoltà connesse alla loro identificazione, che per la complessità nel definire i confini, sono difficilmente quantificabili. Anche nel caso in cui, indirettamente o direttamente, sia possibile, tale misurazione è solitamente espressa da una misura di output, non di input. Questo vuol dire che viene accertato il risultato complessivo, non il contributo fornito dalle singole risorse. Infine, pur ammettendo che si possano isolare gli intangibles e stimarne la creazione di valore, non è detto che il valore complessivo creato sia pari alla sommatoria dei valori creati dalle singole risorse immateriali. In alcuni casi, il beneficio sinergico potrebbe produrre effetti moltiplicativi, in altri casi, invece, potrebbe accadere esattamente il contrario.

Con questo non si vuole confutare il fatto che una corretta gestione dei beni immateriali, combinata con un attento governo degli altri impieghi e delle fonti, contribuisca alla creazione di valore, ma si ritiene che sia azzardato generalizzare il concetto a tutta la fattispecie.⁵²

⁵¹ Low J., Kalafut P.C., *opera citata*, p. 41.

6. Dalle configurazioni di valore alla determinazione del market value

A livello aziendale è stato verificato che esiste un valore occulto nel valore di mercato delle imprese e che quel valore è composto dal capitale umano fonte di conoscenza, esperienza ed innovazione.

Si tratta del valore della qualità intrinseca con cui una persona o un gruppo di persone generano un bene e/o un servizio, o meglio la valorizzazione della capacità umana di trasformare il sapere in “merce di scambio”.

In questo modo il vantaggio competitivo, basato storicamente su fattori materiali, passa ad essere definito anche sulla base della valutazione ed identificazione di beni immateriali.

Con l’arrivo di nuove tecnologie dell’informazione, la struttura delle imprese è cambiata drasticamente, spostando il fulcro della creazione di valore dalle attività, dalle risorse materiali alle risorse immateriali o intangibles. L’acquisizione di nuove conoscenze costituisce un elemento critico nel processo di creazione di nuova ricchezza, su questo sembra che non ci siano più dubbi ed esempi più o meno eclatanti sono sempre più numerosi.

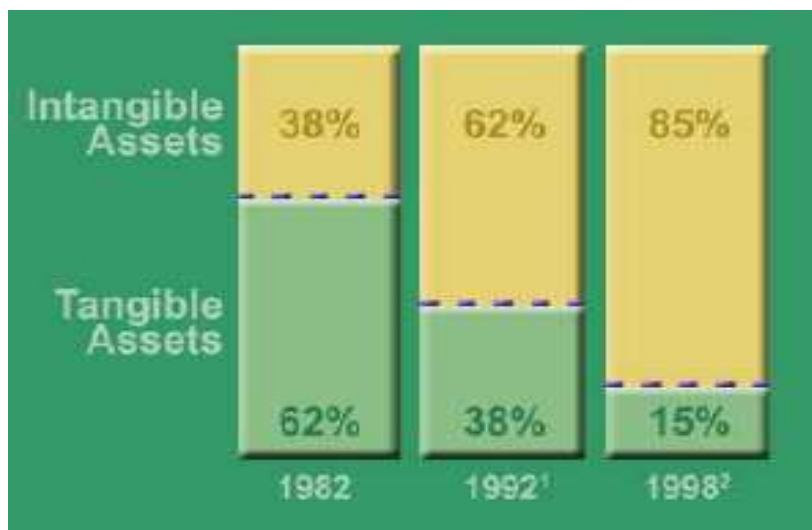
Queste dinamiche hanno portato al ripensamento del concetto tradizionale di asset, richiedendo una migliore individuazione e misurazione delle risorse

A dimostrazione del trend in atto, uno studio condotto dalla PricewaterhouseCoopers (17 aprile 2000 sul sito www.pwcglobal.com) agli inizi del 2000 negli Stati Uniti ha rivelato che dai primi anni Novanta al 1998 il valore degli asset relativi al capitale intellettuale è cresciuto fino a costituire il 78% del valore totale dell’indice Standard&Poor’s 500. Aron Levko, partner di PricewaterhouseCoopers a Chicago, afferma che *“a causa di questo trend le aziende stanno iniziando a gestire i propri asset intangibili come quelli tangibili.”* In alcuni casi il valore dell’azienda è rappresentato sino al 90% da asset intangibili.

⁵² Fazzini M., *L’applicazione dell’Impairment test agli Intangible Assets: un confronto fra i principi contabili internazionali*. Collana di studi economico- aziendali Alberto Ripabelli, Francoangeli, 2004; pp 10- 11.

L'aumento del valore dei beni immateriali nelle ultime due decadi, è stato oggetto di studio del Brookings Institute e del prof. Baruch Lev.

Il grafico sottostante mostra i risultati di tale ricerca.



Secondo lo studio condotto dal Brookings Institute, i valori contabili delle attività materiali rappresentavano nel 1982 il 62% del valore di mercato, nel 1992 tale rapporto era sceso al 38%.

La ricerca condotta nel 2000 dal prof. Baruch Lev della New York University, ipotizza una contrazione di tale percentuale al 10% (nel 1998 tale percentuale era scesa al 15%), in particolar modo per quelle imprese *Knowledge-based*, presenti, ad esempio, nel commercio dei software o nel settore delle biotecnologie.

Il valore di mercato risulta perciò costituito in gran parte da beni immateriali quali i brevetti, marchi, i rapporti con la clientela, ecc.

Ecco perché per un'impresa del XXI secolo il patrimonio intangibile diviene una risorsa primaria.

Le dinamiche evidenziate hanno portato ad un ripensamento del concetto di asset, richiedendo una migliore individuazione e misurazione delle risorse intellettuali di un'organizzazione.

L'esigenza non è solo la conseguenza dell'affermarsi di modelli di impresa basati sulla tecnologia e su pratiche gestionali che spostano l'enfasi dalla proprietà di un determinato bene all'accesso ad un servizio: essa riflette piuttosto la consapevolezza che, nell'economia della conoscenza, occorrono nuovi concetti e strumenti per cogliere le energie rivolte da molte imprese allo sviluppo di beni intangibili in funzione della creazione di valore.

Con riferimento alla realtà americana, è sufficiente evidenziare come i settori basati sull'informazione (comunicazione, servizi, istruzione, finanza, intrattenimento) e quelli legati alle biotecnologie, materiali e farmaceutica contribuiscano per il 40% circa all'ottenimento del prodotto interno lordo, rendendo urgente la valorizzazione degli effetti legati allo scambio di esperienze e all'accesso ad idee e conoscenze.

La comunità finanziaria ricorre da tempo ad indicatori in grado di cogliere, in prima approssimazione, la sensibilità degli investitori nei confronti del patrimonio di idee, capacità ed esperienza delle organizzazioni. Tra questi, il price to book value ed il Tobi's q sono i più utilizzati nella prima quantificazione dell'incidenza delle componenti intangibili sul valore.⁵³

Il price to book value fornisce un dato estremamente indicativo, mettendo in relazione la valutazione di mercato di un titolo, con il suo valore contabile, e rivelando immediatamente con un numero se il mercato sovrastima o sottostima l'attività in questione. Il valore contabile del capitale proprio è quello ottenuto con la differenza tra i valori contabili dell'attivo al netto degli ammortamenti, e le passività.

Naturalmente il prezzo di mercato tende ad essere più alto del valore contabile, dal momento che include aspettative circa il futuro, anche se succede spesso di incontrare azioni valutate meno del valore di libro.

⁵³ Lipparini A., *La gestione strategica del capitale intellettuale e del capitale sociale*, Bologna, Il Mulino, 2002, p. 34.

Come indica la figura sottostante, per le cinquecento società dell'indice Standard & Poor, cioè le maggiori società degli Stati Uniti dall'inizio degli anni '80 la media di questo rapporto ha continuato a crescere, raggiungendo un valore di circa 6 nel marzo 2001.



Questo lascia presumere che, di ogni sei dollari di valore di mercato, solo uno sia indicato nello stato patrimoniale, mentre la differenza rappresenta i beni intangibili. Questa, come lo stesso Lev⁵⁴ afferma, è un'ipersemplificazione, poiché i beni patrimoniali fisici e, in parte quelli finanziari sono esposti nel bilancio secondo il costo storico. Il valore di Borsa riflette la differenza tra i costi storici e quelli odierni di tali beni. Comunque, continua Lev, anche calcolando questa differenza con i *Q-ratios* (capitalizzazione di Borsa in rapporto al costo di sostituzione dei beni capitali) il rapporto supera il valore di 3 nel 2000: ciò indica che il valore delle risorse intangibili mediamente è circa tre volte superiore di quello corrispondente del patrimonio netto.

⁵⁴ Lev B., *opera citata*, p. 10.

Queste considerazioni hanno come immediata conseguenza che il bilancio d'esercizio, tutt'ora considerato il principale strumento di *accounting* delle imprese e la fonte per le analisi finanziarie degli investitori, ha rappresentato solo il 10-15% del valore della large cap USA. Anche supponendo che il valore di mercato sia sovrastimato per ragioni macroeconomiche del 50%, ci troviamo di fronte ad una differenza enorme tra queste due misure. Si tenga inoltre presente che la maggior parte delle imprese che rientrano nell'indice S&P 500 non operano nel settore high tech, per sua natura soggetto ad una capitalizzazione sopra la media. È evidente che l'andamento dell'indice Standard&Poors' deve essere spiegato attraverso misure ed indicatori di natura non tradizionale o soltanto economico- finanziario. Il gap tra market e book value è dato dagli asset intangibili posseduti dalle aziende, dal loro capitale intellettuale che, fino ad oggi, non è mai stato, salvo rarissime condizioni, riportato all'interno dei bilanci.⁵⁵

Uno studio condotto da Lipparini mette inoltre a confronto il price book value di alcune aziende e la media a livello di settore.

impresa	Mercato azionario	Capitalizzazione di Mercato (M.di di \$)	Patrimonio Contabile (M.di di \$)	/BV	Media a livello di industria
Oracle Computers	Nasdaq	92,8	5,7	6.3	8,0
Dell Computer	"	75,6	4,8	5,9	8,9
Intel	"	232,6	35,9	,5	5,8

⁵⁵ Cravera A., Maglione M., Ruggeri R., *La valutazione del capitale intellettuale. Creare valore attraverso la misurazione e la gestione degli asset intangibili*. Il sole 24 Ore, Milano, 2001, pp. 25-26.

Cisco System	“	154,0	27,5	,6	4,6
Yahoo!	“	11,7	1,9	,0	3,9
Microsoft	“	373,1	48,5	,7	8,0
Sun Microsystems	“	43,9	10,2	,3	8,9
Coca-cola	NYSE	111,4	11,1	0,0	9,1
Harley-Davison	“	16,0	1,6	0,0	6,3
IBM	“	210,4	21,9	,6	8,9
Wal Mart	“	254,1	34,3	,4	6,6
General Electric	“	383,5	53,6	,1	6,0
Nike	“	15,3	3,8	,0	3,6
McDonald's	“	34,5	9,8	,5	4,2
Compaq	“	18,6	11,2	,6	8,9
General Motors	“	27,8	28,9	,9	1,6
Walt Disney	“	45,4	22,9	,0	2,2

Questi indicatori, osserva Lipparini⁵⁶, offrendo una prima quantificazione dell'impatto della componente non finanziaria sul valore, hanno rappresentato la base di partenza per una riflessione più puntuale sulle componenti intangibili del valore. Fino a tempi recenti, la differenza tra market value e book value era considerata come interamente dovuta a fattori soggettivi, guidata da informazioni degli insider relativamente all'introduzione di nuovi prodotti o fatti societari, e dalle percezioni sull'andamento dell'impresa che non sarebbe stato possibile misurare. Ancora, si riteneva che questo gap fosse un valore che nel tempo si sarebbe manifestato sotto forma di maggiori vendite o accresciuta produttività, ed in quel caso colto dai sistemi di rilevazione tradizionali.

Non tutti sono, però convinti, della validità della misurazione del valore dell'azienda attraverso gli indici di mercato, soprattutto in seguito ad alcune riflessioni svolte sull'andamento del Mib 30.

Guatri e Bini, in un articolo pubblicato su *Il sole 24 ore* mostrano come l'indice di borsa (Mib 30) si sia attestato, nel 2003, a livelli prossimi a quelli registrati nell'ultimo trimestre del '97; lo scoppio della bolla speculativa, l'attacco alle Twin Towers, la guerra in Irak e le tensioni internazionali hanno determinato il completo riassorbimento della straordinaria performance compiuta dall'indice nel biennio 1998-2000. Si osserva come in sei anni non solo non è stato creato valore durevole per gli azionisti, ma è stato bruciato molto valore effimero. Il principale imputato alla sbarra è rappresentato dagli "intangibili". Tanto osannati nel pieno della bolla speculativa per giustificare prezzi improbabili, poi considerati con sospetto.

Non era forse nell'era degli intangibili che hanno trovato fertile terreno le politiche di gestione degli utili adottate da Enron?

Non era nell'era degli intangibili che imprese della new economy vedevano crescere le loro quotazioni alla stessa velocità con cui consumavano cassa?

La risposta dei due autori a questi provocatori interrogativi e che pur essendo in qualche misura possibile calcolare il valore di un'azienda attraverso gli indici di mercato (criterio di

⁵⁶ Lipparini A., *opera citata*, p. 35.

mercato) è necessaria anche la cosiddetta analisi fondamentale: identificazione e valutazione analitica degli specifici assets intangibili di cui le imprese dispongono.

È fondamentale svolgere entrambe le analisi poiché le due strade possono condurre a risultati radicalmente diversi. Mentre, nel caso analizzato dai due autori, le quotazioni di Enron salivano alle stelle, un analista fondamentale avrebbe potuto chiedersi: quali sono gli intangibili di cui Enron dispone e di cui il prezzo di mercato sembra dar evidenza? L'analista avrebbe potuto constatare che Enron non spendeva un dollaro di ricerca e sviluppo. Mentre tutti celebravano i successi di Enron, l'analista - come il bambino della favola - avrebbe visto che il re era nudo. Gli intangibili che il mercato celebrava non avevano nessun supporto fondamentale. In breve, nella differenza fra prezzi di mercato e patrimonio netto per azione vi sono sì gli intangibili, ma anche gli errori di (sopra)valutazione. Vi sono cioè intangibili veri e intangibili falsi. La prospettiva di analisi fondamentale permette di distinguere i primi, gli intangibili che sono assets, dai secondi, che sono passività (in quanto sicure perdite di valore futuro).⁵⁷

7. Profili critici del Fair value e del fair market value

La dinamica dei corsi di borsa spinge molte imprese di piccole e medie dimensioni ad intraprendere la strada del delisting nei periodi di crisi dei mercati finanziari.

La motivazione più ricorrente è rappresentata dalla incapacità del mercato finanziario di esprimere valori equi (fair value) attraverso le quotazioni. In effetti nelle fasi orso le imprese a più ridotta capitalizzazione sperimentano una rarefazione degli scambi ed un progressivo ridursi della copertura di analisi fondamentali. In un contesto in cui i fondi comuni aperti specializzati nell'investimento in azioni di small cap si contano sulle dita di una mano e la

⁵⁷ Guatri L., Bini M., *Così si valutano i veri intangibili*, il sole 24 ore, 23/05/2003; Guatri L., Bini M., *Quando l'azienda ha valori invisibili*, Il sole 24 ore, 13/11/2003.

flessione degli indici di borsa è tale da costringere quei pochi investitori specializzati a smobilizzare gli investimenti per far fronte ai riscatti di quote, è facile immaginare che il gap tra valore equo e capitalizzazione di borsa risulti ancora più pronunciato.

La constatazione secondo cui le quotazioni di borsa in talune fasi di mercato non siano in grado di esprimere un fair market value, si scontra con l'approccio prevalente nella pratica valutativa di molti operatori professionali che vedono nei prezzi di mercato un imprescindibile riferimento per la determinazione del valore di ogni azienda.⁵⁸ Tali professionisti anche quando il mercato esprime quotazioni inequivocabilmente disallineate rispetto ai fondamentali dell'impresa, non accettano l'idea di poter stimare il valore aziendale prescindendo dai prezzi di borsa. Il risultato è che questi analisti inseguono con le loro valutazioni la dinamica dei prezzi, in luogo di anticiparla, come invece ogni buona ai prezzi è una convinzione così radicata da richiedere un approfondimento.

Effettivamente per alcuni beni di investimento, sprovvisti della capacità di generare flussi di risultato periodici, il valore equo non può differire dal valore realizzabile dalla vendita di quel bene sul mercato, in condizioni normali di domanda e di offerta. Ad esempio il valore equo (*fair value*) di un'opera d'arte coincide di necessità con il prezzo fattibile (*fair market value*), cioè il controvalore che un generico acquirente sul mercato potrebbe essere disposto a pagare tenuto conto dei prezzi rilevati per beni d'investimento comparabili. La stima del valore di un siffatto bene non può dunque fondarsi altro che sui criteri relativi. Ne caso di beni di investimento come le azioni invece, il valore equo corrisponde ai risultati prospettici attualizzati che l'impresa in funzionamento è in grado di generare (*fundamental value*). Più in generale si può dire che il valore equo di ogni bene d'investimento caratterizzato da una autonoma capacità di generare flussi di risultato prescinde completamente dai prezzi di mercato finanziario.

Queste considerazioni implicano che anche per i titoli azionari il fair market value può coincidere con il fair value ma solo a condizione che i mercati finanziari siano efficienti.

⁵⁸ Guatri L., Bini M., *Fair value e fair market value: le "finte" stime assolute*, in La Valutazione delle Aziende, Giugno 2003.

In un contributo, ormai storico della letteratura di finanza, Shiller⁵⁹ ha ben illustrato come i prezzi di mercato delle azioni possano divergere considerevolmente dai valori fondamentali a causa dei costi di arbitraggio sul mercato finanziario. Tali costi sono ripartibili in tre principali categorie: costi informativi (necessari alla stima di un attendibile valore fondamentale del titolo), costi di trading (necessari a compravendere i titoli) ed holding cost (rappresentati dal costo opportunità di mantenere l'investimento in attesa che il prezzo recuperi il valore fondamentale). L'originalità del contributo di Shiller consiste nell'aver evidenziato come il mercato efficiente costituisca solo un caso limite ed astratto, in cui i costi di arbitraggio sono nulli. Poiché nella pratica i costi di arbitraggio non sono trascurabili, il prezzo di mercato delle azioni esprime una media ponderata tra il valore fondamentale del titolo e la domanda dello stesso da parte dei c.d. noise traders. Questi ultimi sono gli investitori che scelgono di acquistare o vendere titoli sulla base di considerazioni diverse rispetto alle informazioni aventi valore fondamentale, quale potrebbe essere il caso di investitori che vendono il titolo sulla base di elementi informativi che essi ritengono rilevanti (i noise, appunto) ad alimentare i flussi di domanda e di offerta dei noise traders. In quanto tali flussi siano prevedibili, seguano cioè un random walk, anche i prezzi dei titoli sul mercato finanziario risultano imprevedibili. Ciò significa che il mercato finanziario può risultare inefficiente (nel senso di esprimere prezzi disallineati dei valori fondamentali) anche quando gli investitori finanziari non riescono a sovraperformare l'indice di mercato azionario.

Se i prezzi dei titoli sono funzione dei valori fondamentali, ma non coincidono con essi, il processo di convergenza dei prezzi di mercato verso i valori fondamentali è un fenomeno di lungo periodo e gli scostamenti fra prezzi e valori possono essere anche molto rilevanti.

Non stupisce dunque che gli accademici abbiano rivisto tanto la definizione di mercato efficiente (non più quel mercato in cui i prezzi e valori coincidono, ma un mercato in cui i prezzi oscillano intorno ai valori intrinseci) quando i test di verifica dell'efficienza del mercato (non più fondati sulla imprevedibilità dei prezzi, ma sulla loro effettiva convergenza nel medio termine verso i valori intrinseci).

⁵⁹ Shiller R., *Stock price and social dynamics*, *The brooking Papers on Economic Activity*, Vol.2 (1984) pp. 457-510

Al riguardo Fisher Black già nel 1986 definiva il mercato efficiente il mercato nel quale i prezzi dei titoli sono ricompresi entro un fattore 2 del valore dei titoli stessi, cioè un mercato in cui i prezzi sono più della metà del valore e meno di due volte il valore.⁶⁰

Una misura grezza, ma efficace dell'ampiezza dello scostamento tra prezzi e valori può essere compiuta mettendo a confronto su un arco temporale sufficientemente protratto la dinamica dell'indice di borsa con quella che lo stesso indice avrebbe dovuto seguire per offrire un rendimento equo agli investitori (saggio risk free + equità risk premium).⁶¹

Filosofia della valutazione

Il postulato del corretto investimento è che l'investitore non pagherà per un'attività un prezzo maggiore del suo valore. Questa affermazione potrebbe apparire logica ed ovvia ma in ogni mercato e in ogni periodo viene di volta in volta dimenticata e poi riscoperta. Alcuni sono smaliziati al punto di sostenere che il valore si forma nella mente di ciascun investitore e che qualunque prezzo può essere giustificato se ci sono altri investitori disposti a pagare quel prezzo. Ciò è palesemente assurdo, la percezione può essere l'unico elemento da considerare quando l'attività in questione è un dipinto o una scultura, ma gli investitori non devono e non dovrebbero acquistare la maggior parte delle attività per motivi estetici o emozionali; quando essi acquistano attività finanziarie, lo fanno in funzione dei flussi di cassa che si aspettano di ricevere in futuro. Di conseguenza, la percezione del valore deve essere confortata dalla realtà, il che implica che il prezzo che si paga per qualsiasi attività deve riflettere i flussi di cassa che da essa ci si attende. I modelli di valutazione sui quali si soffermerà la nostra attenzione tentano di legare il valore al livello dei flussi di cassa, nonché al loro grado di incertezza e di crescita futura. Vi possono essere molti aspetti della valutazione sui quali è possibile eccepire, ivi compresa la modalità di determinazione del vero valore di un'attività e del tempo che impiegano i prezzi per adeguarsi ad esso . ma c'è un punto in cui non ci può assolutamente essere disaccordo: il prezzo di nessuna attività può essere giustificato semplicemente dal fatto che ci saranno investitori disposti a pagare un prezzo più alto in futuro.

⁶⁰ Black F., *Noise, Journal of Finance*, 1986, pp. 529-543.

⁶¹ Guatri & Bini, opera citata, 2003, pp. 4-7.

Esistono due diverse modalità di intendere il processo di valutazione: da un lato troviamo coloro che ritengono che la valutazione, se eseguita accuratamente, è una scienza rigorosa, all'interno della quale c'è poco spazio per l'errore umano o le posizioni dei singoli analisti. Dall'altro, troviamo invece coloro che vedono la valutazione più come un'arte, dove analisti di buon senso possono manipolare i numeri per generare qualsiasi risultato essi vogliano. La verità, come spesso accade, sta nel mezzo e in questo capitolo pertanto saranno affrontate le tematiche relative a :

1. Aspetti generali delle valutazioni;
2. Gli errori che ogni analista porta nel processo;
3. L'incertezza che i valutatori devono gestire;
4. La complessità che la moderna tecnologia e il facile accesso alle informazioni hanno introdotto nella valutazione-

La valutazione d'azienda, ossia quel processo di stima volto alla definizione del valore del capitale economico, cioè del valore del patrimonio investito nell'azienda, rappresenta un tema centrale nell'ambito delle discipline economico-aziendali che ha da sempre interessato il mondo professionale e quello accademico tenuto conto dei suoi rilevanti risvolti pratici e teorici. La misurazione del valore delle imprese è un problema che viene da lontano, da quando esiste l'impresa capitalistica; ma non da molto ha raggiunto l'importanza che oggi gli è generalmente riconosciuta. Solo negli ultimi decenni, infatti, il valore è divenuto una componente essenziale ed irrinunciabile nel bagaglio delle conoscenze di imprenditori, manager, operatori finanziari, professionisti. Le teorie e i metodi applicati alla misurazione del valore dell'impresa appaiono oggi specialmente rilevanti in tre ambiti operativi⁶²:

1. l'ambito delle garanzie societarie, con particolare riferimento alla tutela dei soci minoritari e degli stakeholder privi di potere di controllo, specie nelle operazioni di "finanza straordinaria";

⁶² Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998. ; Guatri, Uckmar, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea 2010; Guatri L. e Massari M., *La diffusione del valore*, Milano, Egea, 1992.

2. l'ambito delle strategie di sviluppo, di integrazione e di ristrutturazione. In tale ambito, principalmente mediante i processi di acquisizione/fusione, di concentrazione alla ricerca di vantaggi e sinergie, di ristrutturazione finanziaria, di cessione di società, di turnaround, di quotazione dei titoli ai pubblici mercati, le aziende realizzano operazioni spesso di grande rilevanza per il successo e la sopravvivenza. Operazioni che trovano nel valore il loro riferimento dominante e nella sua corretta misura una necessità imprescindibile;
3. l'ambito delle stime di performance delle imprese. Tale ambito è legato al decrescente credito che la misura puramente contabile dei risultati di periodo riscuote come stima della performance effettivamente realizzata dalle imprese. Le ragioni del discredito dei risultati contabili sono principalmente legate: alle regole giuridico-formali che condizionano pesantemente i risultati di bilancio; alle politiche di bilancio; al fatto che i risultati contabili, per ragioni in parte cautelative ed in parte legate alla carenza di metodologie standardizzate di calcolo, trascurano sostanzialmente la dinamica del valore dei beni immateriali; al fatto che i risultati contabili sono inevitabilmente orientati al passato, così che essi non scontano le modificazioni che intervengono nei rischi che gravano sull'impresa e sui suoi flussi attesi.

Valutare significa esprimere in termini monetari l'essenza di un bene economico. Tuttavia la valutazione non deve intendersi come semplice misurazione monetaria dei beni (assumendo cioè una dimensione puramente quantitativa) bensì come un procedimento ben più complesso. Infatti, il procedimento di valutazione riferito a realtà aziendali presenta una duplice natura (quantitativa e qualitativa) e la sintesi numerica che scaturisce dal procedimento valutativo sottintende un giudizio sul bene economico e sulle particolari relazioni che lo legano al complesso aziendale.

Tale apprezzamento può dipendere fortemente dalla sensibilità del soggetto chiamato a valutare, esistendo, di fatto, una probabilità, non remota, che valutazioni effettuate da soggetti diversi differiscano anche in termini non rilevanti.

La valutazione, pertanto, è il risultato di una serie di apprezzamenti che, secondo il modo con cui sono effettuati, possono spostare sensibilmente i valori attribuiti ai singoli beni

economici; mentre, la misurazione, in genere, sottende un'attività di tipo prettamente oggettivo, esente da elementi di apprezzamento o giudizio.

Tale differenza tra il concetto di misurazione e di valutazione appare ancor più evidente nel caso di un'azienda, che rappresenta un fenomeno complesso alla cui formazione concorrono forze di diverso tipo, palesi o non evidenti, quantificabili o di difficile apprezzamento; ne consegue che la valutazione di un'azienda non può limitarsi ad una semplice misurazione monetaria dei beni di cui la stessa si compone.

Attraverso la valutazione s'intende indagare la consistenza qualitativa e quantitativa dei beni facenti parte del complesso aziendale con riferimento ad uno specifico momento della vita dell'unità produttiva. Di conseguenza la corretta attribuzione del valore del capitale aziendale richiede una preliminare definizione delle ipotesi di svolgimento della gestione aziendale e la determinazione del fine che orienta la stessa attribuzione di valore.

Determinare o verificare il valore di un bene fa parte della nostra esperienza quotidiana. Ma, farlo nei confronti del capitale economico, del valore di funzionamento di un'azienda, richiede agli imprenditori e ai dirigenti interessati la conoscenza dei metodi di valutazione e una capacità di analisi del tutto specialistica.

Valutare il capitale economico d'impresa significa attribuire un "valore" all'azienda. Il valore dell'azienda può essere espresso in vari modi:

- Il valore d'uso è il valore attribuito sulla base di personali valutazioni e proprie utilità.
- Il valore di mercato è il valore attribuito dalle regole del mercato (domanda/offerta), in conseguenza ad una trattativa commerciale. E' tipico delle quotazioni di merci e titoli.
- Il valore contabile è il valore attribuito ai valori aziendali in base alle risultanze contabili secondo i criteri di valutazione previsti dal Codice Civile. E' un valore indicativo, in quanto non sempre aggiornato a valori attuali.

•Il valore corrente è il valore attribuito sulla base di una valutazione di stima condotta da un esperto. E' un valore che dipende dallo scopo della perizia, dal luogo e dal momento in cui viene stimato.

•Il valore normale è il valore (prezzo/corrispettivo) mediamente praticato per beni e servizi della stessa specie o similari, in condizioni di libera concorrenza ed al medesimo stadio di commercializzazione, nel tempo e nel luogo in cui i beni o servizi sono stati acquisiti o prestati, e, in mancanza, nel tempo e nel luogo più prossimi. Ha una finalità quasi esclusivamente tributaria.

Il valore proponibile per la valutazione aziendale è, in definitiva, il valore corrente perché redatto, sulla base di un aggiornamento dei valori di bilancio, da un esperto che predispone il suo lavoro a seconda dell'obiettivo e della funzione della valutazione stessa . Tecnicamente è un valore del capitale di funzionamento in funzione della futura redditività aziendale.

La tabella n.1 mostra in maniera sintetica le caratteristiche distintive delle diverse definizioni di valore.

VALORE D'USO	valutazione personale	soggettivo	scarsa affidabilità	non accettabile
VALORE DI MERCATO	Conseguenza di contrattazione	Oggettivo	Estraneo alla dinamica aziendale interna	Non sempre accettabile
VALORE CONTABILE	Risulta dalla contabilità	Soggettivo	Indicativo non sempre aggiornato	Non accettato
VALORE CORRENTE	Valutazione di stima	Espresso da esperto	In funzione dello scopo di valutazione	In casi espressamente previsti

VALOR E NORMALE	Riferimenti a beni similari	Fiscale	Accettato	Non accettato
----------------------------	--------------------------------	---------	-----------	------------------

Capitolo Secondo

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE NELLE INITIAL PUBLIC OFFERING

SOMMARIO: 1. Elementi fondamentali per la valutazione delle aziende. – 2. Il ruolo dei pregiudizi nei processi di valutazione: gli errori. – 3. La complessità del processo di valutazione: imprecisioni ed incertezza. – 4. Una panoramica dei principali metodi di valutazione d'azienda. - 5. Evoluzione delle metodologie valutative adottate nei processi di valutazione ai fini delle Initial public offering. – 6. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati. – 7. I metodi basati sui multipli. – 8. Economic Value Added.

1. Elementi fondamentali per la valutazione delle aziende

La valutazione d'azienda, e perciò la stima del capitale economico, deve essere effettuata, se non è diversamente precisato, avendo come riferimento lo stato e le prospettive dell'azienda in sé, intesa come entità autonoma. Si prescinde, pertanto, da considerazioni di tipo soggettivo riconducibili alle diverse finalità o possibilità degli attori in campo.

Sin dai primi contributi, gli studiosi si sono resi conto che per la valutazione delle aziende non era possibile elaborare una metodologia di valutazione ottimale. Infatti, se con l'astrazione e l'ausilio delle tecniche matematiche era possibile elaborare strumenti anche molto raffinati, l'applicazione operativa ne evidenziava puntualmente tutti i limiti. Il valore dell'azienda quindi era, e resta, una grandezza quantificabile solo per approssimazione essendo innegabile che si tratta di un'attività con una forte componente di soggettività nella quale l'esperienza e l'intuito del valutatore assumono un ruolo fondamentale. Ecco perché la

valutazione di una stessa azienda, anche se effettuata da esperti dipendenti, può differire in modo anche rilevante.

Ciò nonostante, pur nell'impossibilità pratica di individuare una formula ottima per la determinazione del valore economico aziendale, la dottrina ha elaborato un modello teorico di riferimento. Secondo tale modello il valore economico di un'attività deve essere inteso, al pari di qualsiasi attività reale o finanziaria, in funzione dei frutti che l'investimento aziendale, considerato nella sua unitarietà, è in grado di generare nel tempo. Con specifico riferimento ad un'azienda, si considerano i flussi dei risultati che si suppone deriveranno al generico investitore nel futuro. Tale impostazione concettuale, in pratica, pone in relazione le due variabili che, nella prassi prevalente del nostro Paese, definiscono il valore dell'azienda: gli andamenti economico-finanziari prospettabili per il futuro e la struttura qualitativa e quantitativa del capitale che viene trasferito.

Il primo fattore si riferisce alla circostanza che l'azienda deve essere vista come entità economica destinata per natura a generare redditi (e i correlati flussi finanziari) che, in sostanza, remunerano il capitale di finanziamento a titolo di rischio. Il secondo elemento indica che la struttura del capitale influisce, sia pure indirettamente e con il concorso di molteplici condizioni, alla formazione dei risultati economici futuri.

Sebbene il modello teorico di riferimento presenti caratteri di indubbia originalità e razionalità, esso, al tempo stesso, presenta limiti legati all'imprevedibilità di eventi e circostanze e agli ampi margini di arbitrarietà e soggettività attribuiti al valutatore. Ciò comporta inevitabilmente una scarsa affidabilità e dimostrabilità dei risultati, che avrebbero limitatissime possibilità di controllo.

Proprio in relazione ai limiti illustrati e per esigenze operative, la prassi ha elaborato metodi di valutazione diversi, introducendo una serie di correttivi o semplificazioni al modello teorico, utili per ottenere uno strumento più funzionale alle specifiche fattispecie osservate. Tali metodi operativi devono comunque essere necessariamente rapportati alla costruzione teorica; i correttivi e le modifiche, per quanto utili, non devono cioè stravolgere la portata logica del modello analizzato che resta pur sempre il riferimento concettuale di ogni

elaborazione empirica. Ad oggi vi è, infatti, a disposizione un *range* diversificato di strumenti metodologici per valutare un'azienda, a seconda dei fattori che la caratterizzano e delle sue peculiarità intrinseche ed estrinseche.

La valutazione d'azienda e le metodologie utilizzate per operarla necessitano di un continuo adattamento rispetto a fattori sia esterni sia interni all'impresa. In particolare, con riferimento ai fattori esterni all'impresa, va posta l'attenzione sul cambiamento del contesto economico e finanziario di riferimento, interessato da una progressiva apertura nonché da una forte integrazione in ambito europeo e internazionale; per quanto riguarda i fattori interni, va considerato che le imprese sono in continuo mutamento in termini di strategie, di leve sulle quali esse poggiano e di forza competitiva.

La scelta dell'approccio valutativo è, quindi, di estrema importanza e deve essere correlata sia alle finalità, sia alle caratteristiche peculiari dell'azienda oggetto di stima.

Queste sono considerate le principali ragioni per cui con il passare del tempo nell'ambito della valutazione dell'azienda ricercatori e studiosi, a seguito di nuove osservazioni scoperte, si sono resi conto che il paradigma valutativo tradizionale si è deteriorato ed è diventato obsoleto.

Tra i nuovi approcci valutativi, Luigi Guatri in un recente studio ha proposto un nuovo paradigma valutativo denominato Giudizio Integrato di Valutazione (GIV), costituito, non più dalla pura e semplice applicazione di formule ma, da un processo valutativo più complesso, capaci di ottenere risultati più affidabili, credibili e meglio dimostrabili. Questo nuovo approccio valutativo proposto da Guatri è retto da tre pilastri:

Il primo è la *base informativa*, che svolge due funzioni: la prima, quella indiretta, è di ausilio rispetto agli altri due pilastri; la seconda, quella diretta, 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,), e di scegliere in maniera più razionale, cercando di rispettare il requisito dell'omogeneità tra imprese, le società comparabili da considerare per calcolare i 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 tutto una serie di aspetti ritenuti fondamentali per stimare il valore di un'azienda che non vengono colti dagli altri due pilastri.

2. Il ruolo dei pregiudizi nei processi di valutazione: gli errori

I pregiudizi dei valutatori hanno inizio con la scelta dell'azienda che si decide di valutare. Tale scelta, infatti, non è quasi mai casuale, e le modalità con cui la si fa possono rappresentare esse stesse la base degli errori: per esempio può accadere di aver letto qualche notizia sulla società oppure aver sentito da un esperto che è sottovalutata ovvero sopravvalutata. Insomma quando si dà inizio ad un processo di valutazione si ha già in mente un'idea sulla società. I pregiudizi poi aumentano nella fase di raccolta delle informazioni necessarie: i bilanci annuali e gli altri documenti finanziari, infatti, non contengono solo valori di bilancio ma anche opinioni del management sulla performance dell'azienda portando il più delle volte alla migliore interpretazione possibile dei numeri. Per la maggior parte delle principali società è inoltre possibile conoscere le opinioni degli analisti, così come le stime del valore dell'impresa espresso dal mercato in qualche modo fanno sì che si determinino ulteriori pregiudizi valutativi: valutazioni troppo lontane dai valori espressi dal mercato possono rendere gli analisti insicuri, dal momento che possono riflettere errori di valutazione piuttosto che errori di mercato.⁶³

In molte valutazioni, inoltre, esistono anche dei pregiudizi determinati da fattori istituzionali: è stato osservato che gli analisti finanziari preferiscono emettere raccomandazioni di acquisto piuttosto che di vendita⁶⁴; in altre parole hanno una maggiore predisposizione ad individuare aziende nei confronti delle quali sono stati compiuti errori di sottostima piuttosto che di sovrastima. Questo fenomeno può essere ricondotto in parte alle difficoltà di acquisire informazioni da imprese per le quali l'analista ha in passato emesso un

⁶³ Damodaran A. (2001), "Valutazione delle Aziende", Apogeo, Milano, p.78

⁶⁴ "Le raccomandazioni di acquisto emesse dagli analisti di Wall Street sono approssimativamente cinque volte maggiori delle raccomandazioni di vendita" Damodaran A. *Valutazione delle Aziende*, Edizione italiana a cura di Consolandi A., Apogeo 2010, p. 3.,

giudizio di vendita e in parte alla pressione esercitata dai gestori di portafoglio, alcuni dei quali possono avere larghe posizioni sul titolo in questione, ovvero dalla stessa banca di investimento dell'analista, che può avere relazioni profittevoli con l'impresa da valutare.

Anche la struttura degli incentivi associata all'individuazione di società sottovalutate o sopravvalutate può contribuire alla presenza di distorsioni, se la retribuzione degli analisti è dipendente dal fatto che essi individuino imprese che sono sotto o sopravvalutate. Ciò dovrebbe spiegare il perché solitamente le valutazioni presentano errori al rialzo. L'analisi della trattativa di acquisto, che solitamente è condotta dalla banca di investimento della società acquirente (che è anche responsabile della buona riuscita dell'affare), può portare a una delle seguenti conclusioni: verificare che la trattativa è decisamente sopra prezzata ed è necessario rifiutare la raccomandazione (nel qual caso l'analista riceverà l'eterna gratitudine dell'azionista dell'impresa acquirente, ma poco altro), ovvero verificare che l'accordo ha un senso (non importa quale sia il prezzo) e prendersi l'abbondante provvigione derivante dalla conclusione della trattativa.

Sono tre le modalità con cui le nostre percezioni su un'impresa, e di conseguenza i pregiudizi che ci portiamo dietro, possono manifestarsi e ripercuotersi sul valore. La prima è rappresentata dagli input che decidiamo di utilizzare: ogni volta che ci accingiamo a valutare un'impresa, ci si trova, spesso inevitabilmente, a un punto in cui è necessario formulare delle ipotesi, che possono essere ottimistiche o pessimistiche. Per un'impresa che, allo stato attuale, presenta elevati margini operativi, si può assumere sia che questa ritornerà in futuro verso valori in linea con quelli medi di mercato (ipotesi pessimistica), sia che l'impresa sarà in grado di mantenere tali margini anche in futuro (ipotesi ottimistica). Lo scenario che si va ad identificare quindi rifletterà i pregiudizi iniziali del valutatore così come il valore che si arriverà a stabilire sarà determinato anche dalla visione ottimistica o pessimistica mantenuta nel corso del processo di valutazione.

Una seconda manifestazione dei pregiudizi è quella che deriva da manipolazioni ex post, dove l'analista rivede le ipotesi formulate in modo da ottenere un valore più vicino a quelle che erano le aspettative iniziali. In sostanza un analista valuta l'azione di un'impresa \$15, laddove il prezzo di mercato è \$25, può decidere di rivedere al rialzo le sue stime sul

tasso di crescita e al ribasso quelle sulla sua rischiosità, così da arrivare a un valore maggiore rispetto al precedente.

La terza modalità è lasciare il valore inalterato, ma attribuire la differenza tra il valori calcolato e il valore che pensiamo sia quello reale a fattori qualitativi, quali sinergie o considerazioni di natura strategica. Questo accade nelle acquisizioni, quando gli analisti sono spesso chiamati a giustificare ciò che in realtà è di difficile giustificazione. Un esempio efficace è rappresentato dall'utilizzo di premi e sconti, che consentono di aumentare o diminuire il valore stimato. I premi, di controllo o per le sinergie, consentono solitamente di giustificare elevati prezzi di acquisizione, mentre gli sconti, di illiquidità o di minoranza, vengono spesso utilizzati nella valutazione di società non quotate in procedimenti fiscali o di divorzio tra coniugi comproprietari, laddove è necessario far emergere un valore più basso possibile.

Sebbene i pregiudizi non possano essere sottoposti a regole, né eliminarli a priori, in quanto parte dell'agire umano, e gli analisti sono esseri umani, esistono diversi modi attraverso i quali è possibile mitigarne l'effetto.

1. Ridurre le pressioni istituzionali. Come sottolineato in precedenza, una porzione significativa delle distorsioni nelle valutazioni può essere ricondotta a fattori istituzionali. Negli anni '90, per esempio, gli analisti finanziari oltre alle fonti di bias standards erano alle prese con le pressioni esercitate dai loro datori di lavoro che si ripercuotevano nel settore delle banche di investimento. In realtà, quelle istituzioni che vogliono degli onesti analisti sell-side dovrebbero anche proteggerli, qualora forniscano raccomandazioni di vendita, non solo dalle società (irate) per le quali viene emessa la raccomandazione, ma anche dai loro stessi gestori di portafoglio.

2. Scollegare la valutazione dai meccanismi di remunerazione ed incentivi. Ogni processo di valutazione in cui l'incentivo è condizionato dal risultato della valutazione stessa, risulterà in una valutazione distorta. In sostanza è necessario separare la fase di analisi dalla fase di esecuzione della trattativa.

3.No alle posizioni ex ante. I *decision maker* dovrebbero evitare di uscire pubblicamente con una posizione 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 semplicemente giustificare tale prezzo. In troppi casi, la decisione se un'impresa sia sotto o sopravvalutata precede la reale valutazione, determinando, così, analisi fortemente distorte.

4.Auto-consapevolezza. Il miglior antidoto a qualunque pregiudizio è la consapevolezza che essi esistono. Un'analista consapevole dei pregiudizi e delle conseguenti distorsioni che può portare al processo di valutazione, può sia tenerne conto nella fase di scelta degli input da immettere nel modello, sia tenerne conto per cercare di raggiungere una visione più obbiettiva possibile dell'impresa oggetto di valutazione.

5.Onestà intellettuale. Nella statistica Bayesiana, agli analisti è richiesto di esplicitare i pregiudizi prima di procedere alla presentazione dei risultati. Per esempio, un analista ambientale ha il dovere di dichiarare la sua convinzione sull'esistenza di un buco nell'ozono prima di presentare i risultati dell'evidenza empirica su tale effetto. La persona che rivede lo studio può allora tenere conto di tale pregiudizio nel controllare le conclusioni. Anche nel caso di valutazioni di aziende, sarebbe quindi utile che gli analisti manifestassero apertamente e anticipatamente le loro opinioni.

Come si è visto, sebbene non sia possibile eliminare i pregiudizi dalla valutazione, possiamo comunque cercare di minimizzarne l'impatto disegnando processi di valutazione che siano protetti da palesi influenze esterne.

3. La complessità del processo di valutazione: imprecisioni ed incertezza

L'incertezza è parte integrante di ogni processo di valutazione, nel momento stesso in cui si valuta un'impresa, ed è inoltre legata alle modalità con cui i valori si modificheranno nel corso del tempo ogni volta che otteniamo nuove informazioni da immettere all'interno del nostro modello, che possono essere riferite specificatamente all'impresa che abbiamo valutato, oppure al settore all'interno del quale essa opera, o addirittura essere rappresentate da informazioni generali di mercato (andamento dei tassi di interesse o dell'economia).

Ogni volta che valutiamo un'attività, dobbiamo fare previsioni per il futuro e, poiché nessuno di noi possiede la sfera di cristallo, non ci rimane altro che basarci sulle migliori stime che siamo in grado di fare sulla base delle informazioni al momento in nostro possesso. Le nostre stime del valore possono rivelarsi sbagliate per una serie di ragioni:

1. **Incertezza della stima.** Per quanto possano essere precise ed affidabili le nostre fonti di informazione, dobbiamo convertire informazioni grezze in input da utilizzare nel nostro modello di valutazione. Ogni errore o imprecisione che facciamo in qualunque fase di tale processo determinerà un errore nella nostra stima.
2. **Incertezza firm specific.** Il sentiero di sviluppo che noi prefiguriamo per un'impresa può rivelarsi assolutamente sbagliato: essa potrà registrare performance future migliori o peggiori rispetto alle nostre aspettative, registrando utili o flussi di cassa nettamente diversi da quelli da noi previsti.
3. **Incertezza macroeconomica.** Anche se le nostre previsioni sull'andamento futuro dell'impresa si rivelassero corrette, il contesto macroeconomico può evolversi in modo imprevedibile, verificandosi rialzi o ribassi inaspettati dei tassi di interesse o, in generale, un andamento dell'economia diverso da quanto atteso, determinando un effetto sul valore dell'impresa.

L'incidenza di una specifica categoria sull'incertezza complessiva associata alla valutazione varia da impresa ad impresa: i fattori di natura macroeconomica saranno i più rilevanti nel caso di imprese mature che operano in settori ciclici e delle commodities, mentre

fattori firm specific saranno quelli di maggior peso nel caso di imprese giovani operanti nel settore tecnologico.

Inoltre, anche quando ci sentiamo sicuri delle nostre stime sul valore di un'attività, è necessario ricordare che il valore che abbiamo determinato può subire modifiche in qualsiasi momento, non appena si rendano disponibili nuove informazioni sull'impresa o sul mercato in generale; e considerando il flusso costante di informazioni disponibili sui mercati finanziari, ogni valutazione diventa velocemente obsoleta e necessità di essere aggiornata.

Anche al termine del più accurato e dettagliato processo di valutazione, non si potrà mai essere sicuri della bontà dei valori ottenuti. Nella valutazione non è certo realistico aspettarsi la certezza assoluta, poiché i dati di input che utilizziamo sono soltanto delle stime: è pertanto necessario ed opportuno che gli analisti si ritaglino dei margini di possibile errore nelle loro raccomandazioni di acquisto e di vendita basate sulle loro valutazioni.

Nel corso degli ultimi 20 anni i modelli di valutazione sono diventati sempre più complessi a causa di due fattori principali: da un lato l'evoluzione tecnologica, che ha reso possibile effettuare in pochi minuti operazioni che in passato avrebbero richiesto intere giornate, dall'altro la maggiore facilità di accesso alle informazioni, con la possibilità di scaricare dati storici dettagliati per migliaia di società. Ma la complessità ha indubbiamente portato con sé anche qualche svantaggio. Per esempio una questione fondamentale a cui ci si ritrova di fronte ogni volta che si fa una valutazione è il livello di dettaglio da utilizzare. Alcuni sostengono che sia preferibile un livello elevato, in quanto porta a valutazioni più precise. Damodaran non condivide: la conseguenza derivante dall'aggiunta di dettagli è facilmente spiegabile, se da un lato, infatti, maggiori dettagli offrono all'analista la possibilità di utilizzare informazioni specifiche per procedere a stime più precise sulle singole voci, dall'altro si genererebbe la necessità di un maggior numero di input, ognuno foriero di potenziali errori, e si determinerebbe un modello più complesso. Per esempio, scindere il capitale circolante nelle singole voci che lo compongono (crediti verso clienti, debiti verso fornitori e scorte) fornisce all'analista la discrezionalità di fare assunzioni diverse su ogni singola voce, ma tale discrezionalità ha valore solo se l'analista è in grado di differenziare tra di esse.

Un problema correlato e parallelo al livello di dettaglio è quello relativo al livello di complessità che dovrebbe assumere il modello di valutazione. Ne seguito si prenderanno in considerazione alcuni dei costi che si devono sopportare al crescere della complessità.

Eccesso di informazioni. Non necessariamente un numero più alto di informazioni determina una migliore valutazione. Può succedere che gli analisti siano addirittura intimoriti dall'aver a che fare con un numero elevato di informazioni, a volte in contraddizione tra loro, determinando una errata scelta di input. Il problema è poi esacerbato dal fatto che gli analisti il più delle volte hanno a disposizione poco tempo per valutare una società, e i modelli che richiedono decine di input spesso vengono liquidati rapidamente dagli utilizzatori. In sostanza, la qualità dell'output di qualsiasi modello dipende dalla qualità degli input utilizzati.

Sindrome della scatola nera. L'eccessiva complessità dei modelli fa sì che gli analisti non sempre siano in grado di comprendere il funzionamento interno, limitandosi a inserire input e lasciando che il modello determini il risultato. In effetti si sente dire spesso "il modello ha valutato l'azienda a 30 dollari per azione" e non "abbiamo valutato ...": ciò avviene in particolare in caso di utilizzo di modelli coperti da brevetto, che l'analista non può modificare né tantomeno è in grado di conoscerne gli algoritmi sottostanti.

Incidenza delle ipotesi di base. Quanto più un modello è complesso, tanto più complesso e dettagliato è l'output che ne deriva, rendendo spesso difficile distinguere il peso delle diverse ipotesi alla base della valutazione.

4. Una panoramica dei principali metodi di valutazione d'azienda

I momenti che richiedono una stima del valore economico del capitale sono molteplici, ma riconducibili a due tipologie di problemi.⁶⁵ La prima riguarda l'insieme di operazioni che va sotto il nome di operazioni straordinarie; la seconda si 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

⁶⁵ Zanda G., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, 2005.

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

Gli ambiti e le ipotesi in cui può rendersi necessaria la valutazione del sistema aziendale si sono incrementati nel tempo e questo ne ha accresciuto la sua importanza. La valutazione è considerata come uno dei temi più importanti per varie ragioni.

Una prima ragione è la valutazione come sintesi puntuale della situazione aziendale: la valutazione del capitale economico può essere sfruttata quale sintesi di tutti gli aspetti e di tutte le problematiche circa l'impresa. Ciò deriva dal fatto che per valutare un'impresa si rendono necessarie informazioni ed analisi che ineriscono tutti gli aspetti peculiari della vita aziendale sia interni che esterni.

Una seconda ragione è legata all'individuazione di un valore oggetto di massimizzazione: obiettivo principale dei manager è quello di incrementare l'investimento azionario, ossia quello di massimizzare il valore di mercato del capitale dell'impresa.

Un'ulteriore ragione va ricondotta all'inadeguatezza del reddito di periodo: il reddito di periodo è sempre meno adatto ad esprimere una reale e soddisfacente misura dei risultati conseguiti. Il rimedio concettuale proponibile è definito dagli incrementi di valore che ottiene nel tempo il capitale economico.

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.

Le operazioni straordinarie sono da collocare tra le opzioni strategiche di cui ogni azienda si trova a disporre e fra le quali opera le proprie scelte per raggiungere gli obiettivi prefissati.⁶⁶ 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 struttura organizzativa originaria in occasione di eventi d'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 cosiddette *core*.

I differenti metodi di valutazione del capitale economico dell'azienda si possono anzitutto classificare operando una distinzione tra:

- ✓ Metodi diretti: sono quei metodi che per individuare il valore dell'azienda prendono a base gli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'impresa medesima;
- ✓ Metodi indiretti: si tratta di quei metodi che, per assenza o insufficienza dei dati di mercato, fondano la determinazione del valore dell'azienda su altre grandezze, quali il

⁶⁶ Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 2009.

reddito, i flussi finanziari, il patrimonio a seconda poi del metodo specifico che si decide di utilizzare.

Metodi diretti

Si tratta di quei metodi che pongono alla base del calcolo i prezzi effettivi espressi dal mercato. In tal senso è necessario distinguere il caso di un'azienda quotata da una non quotata. Nel primo caso si tratterà semplicemente di prendere quale riferimento il valore di mercato espresso dalla quotazione in Borsa, mentre nel secondo caso, non avendo l'azienda proprie quote sul mercato di Borsa né su altri mercati come quelli ristretti, ci si riferirà sia all'eventuale prezzo precedentemente pagato per l'acquisto dell'azienda stessa, sia ai prezzi espressi dal mercato per aziende simili e cioè confrontabili per dimensione, linee di prodotto, settore di appartenenza.

I metodi diretti non rispettano in maniera soddisfacente i requisiti richiesti per essere considerati metodi di valutazione affidabili e ciò è riscontrabile sotto il profilo:

- Della razionalità: le negoziazioni svolte sul mercato, avendo ad 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. Inoltre, i corsi di borsa variano nel tempo e le ragioni di tali oscillazioni non sono percepibili perché causate da fattori occasionali e contingenti che influenzano il mercato. Ne deriva la carenza di relazione diretta fra 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 con quanto stabilito da tale requisito;

- Dell'obiettività: i metodi diretti sono piuttosto affidabili ma pongono pur sempre alcuni problemi di non facile soluzione, tra i quali, ad esempio: scelta del tipo di prezzo dove l'azione fosse negoziata su diverse piazze; scelta dell'arco di tempo cui riferire la valutazione; scelta del metodo con il quale sintetizzare prezzi riferiti a periodi diversi al fine di ottenere l'indice finale.

A causa di tali carenze, i metodi diretti mantengono una validità puramente residuale, ossia di controllo e verifica dei risultati ottenuti dall'applicazione di metodologie di valutazione indirette.

Metodi indiretti

Come suggerisce l'aggettivo "indiretti", si tratta di una metodologia di stima che va a determinare il valore economico dell'azienda basandosi su grandezze che non esprimono direttamente tale valore ma che forniscono un elemento valido per ottenere una valutazione attendibile. Vi sono varie tipologie di metodi indiretti. Una prima classificazione è quella che distingue tra metodi basati su grandezze di stock (metodi patrimoniali) e metodi basati su grandezze di flusso (metodi finanziari e reddituali).

Per quanto riguarda quest'ultimi, è possibile distinguere ulteriormente tra metodi fondamentali teorici e metodi fondamentali semplificati.

Metodi fondamentali teorici

L'applicazione pratica di questi metodi risulta ostica se non impossibile perché le grandezze che di volta in volta sono prese a base del calcolo sono di difficile stima. Ne deriva una sostanziale inaffidabilità del metodo in quanto è lasciato eccessivo spazio all'arbitrio del valutatore. Proprio per tale ragione si sono elaborati e si prediligono metodi di tipo semplificato.

I principali metodi teorici sono:

- **Metodo dei flussi di dividendo distribuibili:** fissa il valore del capitale economico di un'azienda (indicato con W) stimandolo uguale alla somma dei flussi di dividendo futuri che l'azienda è in grado di generare in tutti gli anni della sua vita compreso il flusso dell'ultimo anno di vita che esprime il valore finale di recupero: abbiamo, cioè, che il valore del capitale economico è pari alla somma di due componenti: il valore attuale dei dividendi che l'azienda sarà in grado di generare in ogni anno più il valore attuale del valore finale di recupero. Usando questo metodo di valutazione con il termine *dividendo distribuibile* ci si riferisce a quel dividendo che

può essere distribuito dall'azienda senza che venga alterato il suo equilibrio finanziario;

- **Metodo dei flussi finanziari:** considera quale grandezza base per la stima del capitale economico d'impresa i *flussi finanziari* dati, per ogni esercizio, dalla differenza fra entrate ed uscite monetarie, dove le prime possono essere dovute a riscossioni per ricavi d'esercizio, crediti, aumenti di capitale proprio, accensione di debiti finanziari, disinvestimenti mentre le uscite possono essere dovute a pagamenti per l'acquisizione di fattori produttivi, concessione di prestiti, rimborsi di capitale proprio, rimborsi di debiti finanziari e nuovi investimenti effettuati dall'impresa. Il metodo in esame stima quindi il valore del capitale economico d'impresa come somma delle due componenti: somma dei valori attuali dei flussi finanziari (F) che l'azienda sarà in grado di generare negli esercizi futuri e valore attuale del flusso dell'ultimo anno che è comprensivo del valore di realizzo dell'azienda;

- **Metodo dei flussi reddituali:** consiste nell'attualizzare i flussi reddituali che l'impresa sarà in grado di generare in tutti gli anni della sua vita, incluso il flusso finale che incorpora il valore di realizzo dell'azienda;

I metodi teorici, pur essendo ottimi dal punto di vista della razionalità e della generalità, sono però di problematica applicazione pratica essendo basati su grandezze di difficile stima e previsione: l'arbitrio del valutatore in tali stime li rende poco affidabili sotto l'aspetto dell'obiettività e consiglia l'uso di formule semplificate per la pratica professionale.

Metodi fondamentali semplificati

Questa costante carenza dei metodi teorici impone dunque il ricorso ai **metodi semplificati**. Tali metodi discendono da quelli teorici ai quali vengono apportate le opportune semplificazioni; tali semplificazioni sono soprattutto inerenti l'orizzonte temporale e le modalità di calcolo dei parametri del flusso. In particolare, per quanto riguarda l'orizzonte temporale, più ci si sposta in avanti nel futuro, maggiore è la difficoltà nella stima dei flussi di reddito, finanziari o di dividendo; nei metodi semplificati vengono dunque presi in

considerazione i flussi generati dall'impresa solo per un limitato numero di anni, fissato, generalmente, tra i cinque ed i dieci.

Per quanto attiene, invece, alle modalità di calcolo dei parametri del flusso, con i metodi semplificati si guadagna in obiettività ma si perde in razionalità il che porta a concludere che nessuno dei metodi considerati risponde strettamente a tutti e tre i requisiti richiesti.

Tra i metodi semplificati vanno menzionati, in primo luogo, **i metodi finanziari semplificati**:

• **metodo dei flussi monetari complessivi disponibili**: il *flusso monetario complessivo disponibile* è il flusso generato dalla gestione aziendale che può essere destinato alla distribuzione senza alterare l'equilibrio finanziario dell'impresa; per determinare questo flusso si ricorre ad una sorta di rendiconto finanziario e, cioè, all'analisi delle fonti di finanziamento e degli impieghi o investimenti.

Il metodo in esame stima il valore del capitale economico dell'impresa pari al valore attuale dei flussi monetari complessivi disponibili per un certo numero di anni o, al limite, per tutti gli anni di vita dell'impresa.

• **Metodo dei flussi monetari della gestione operativa**: in questo caso si esprimono i flussi monetari della gestione come espressione delle vendite prospettiche al netto dei costi della sola gestione operativa, degli oneri fiscali e finanziari e considerando le variazioni nette del capitale circolante e fisso. In altre parole, si stima il valore del capitale economico dell'impresa come somma dei flussi monetari attualizzati della gestione operativa che si genereranno in futuro, comprendendo il flusso dell'ultimo anno, il quale, al netto dei debiti finanziari esistenti al momento della stima, rappresenta il valore residuo dell'impresa.

Si hanno poi **i metodi reddituali semplificati**, che sono:

•**Metodo reddituale semplificato puro:** il valore del capitale economico è calcolato come il valore attuale del reddito medio futuro atteso prodotto dall'impresa. Tale reddito può essere a sua volta calcolato per mezzo di diversi metodi, tra cui quello basato sui risultati storici (si ipotizza il mantenimento in futuro del reddito medio conseguito dall'impresa negli ultimi tre/cinque anni, riesprimendo tale valore medio alla data della valutazione) e quello basato sui risultati programmati (esegue la stima in base alla media dei risultati previsti dai piani aziendali per il futuro).

•**Metodo reddituale semplificato complesso:** tale seconda metodologia stima il valore dell'azienda sulla base dei *redditi normali attesi puntuali*, cioè, attesi anno per anno, su di un orizzonte temporale che difficilmente supera i dieci anni.

La scelta del metodo di valutazione è una fase cruciale della redazione di una valutazione d'azienda per cui l'esperto dovrà condurre un'analisi rigorosa al fine di determinare il metodo da utilizzare.

Occorre prima di tutto tenere presenti i tre requisiti fondamentali che un metodo di valutazione deve possedere: prima di tutto la razionalità, ciò significa che il metodo scelto deve essere dotato di una rilevante consistenza teorica; altro requisito fondamentale che un metodo deve possedere è l'obiettività, ciò significa che il metodo scelto deve essere concretamente applicabile e riscontrabile. Nella prassi può capitare che il processo valutativo debba essere eseguito attraverso metodi complessi che richiedono l'assunzione di dati e informazioni dettagliate difficilmente reperibili, ciò potrebbe comportare per l'esperto che l'eventuale utilizzo dei dati molto approssimati potrebbe inficiare il risultato della valutazione; l'ultimo requisito che un metodo deve avere è quello della neutralità, ciò significa che il metodo scelto deve prescindere dagli interessi delle parti interessate alla valutazione.

Nessuna metodologia di stima di per se è in grado di assicurare tutti i requisiti sopra menzionati; non esiste, quindi, una metodologia migliore delle altre a prescindere dal caso obiettivo. È necessaria un'analisi dei fini a cui la valutazione è rivolta, della situazione oggetto di stima, delle informazioni disponibili o acquisibili. In base a tutte queste considerazioni è possibile individuare il metodo che soddisfa maggiormente i tre requisiti

rispetto al caso specifico. Nell'approcciarsi alla redazione di una perizia il valutatore dovrà fare attenzione alla coerenza necessaria dei dati e delle informazioni acquisite ed utilizzate nel processo valutativo. La non coerenza tra metodi e scopi può portare a valutazioni di aziende fuorvianti.

I criteri di valutazione si distinguono in diretti ed indiretti. I primi sono anche conosciuti come metodi empirici, in quanto si tratta di criteri di determinazione del valore economico in base ai prezzi di mercato. I secondi sono criteri fondati su stime e grandezze stock, flusso o misti.

I metodi diretti possono ulteriormente essere divisi in due categorie: metodi diretti in senso stretto e metodi basati sui multipli di mercato.

I metodi diretti in senso stretto sono applicabili solo e soltanto nel caso in cui l'azienda sia quotata; in tal caso, infatti, il riferimento per la valutazione del capitale economico è il valore di quotazione dei titoli dell'impresa da valutare.

I metodi diretti basati sui multipli di mercato, invece, si applicano nel caso in cui l'azienda non è quotata. In tal caso, mancando un valore di riferimento di mercato, vengono costruiti degli indicatori (multipli) che esprimono dei rapporti tra prezzi di mercato e particolari grandezze di bilancio, e che poi vengono paragonati con gli stessi indicatori espressi da un campione di aziende quotate.

Al contrario dei metodi diretti, i metodi indiretti si basano su stime e grandezze. Si possono avere grandezze stock, grandezze flusso o miste. I metodi fondati su grandezze stock sono tipicamente i metodi patrimoniali, mentre i metodi basati su grandezze flusso sono sia i metodi reddituali che i metodi finanziari.

La dottrina ha anche elaborato alcune metodologie miste che tengono in considerazione sia grandezze stock che grandezze flusso.

In conclusione, è possibile affermare che non esiste un metodo di valutazione del capitale economico migliore di un altro a priori. Ciò perché nella valutazione del complesso aziendale, oltre a fattori materiali ed immateriali, gioca un ruolo importante l' avviamento.

Esso è la risultante di una serie di fattori quali ad esempio i rapporti con la clientela e con i fornitori, la localizzazione dei locali di vendita, il nome commerciale dell'azienda, la qualità dei prodotti, tutti fattori che rendono complessa una sua valutazione.

La tabella n. 4 evidenzia un quadro riassuntivo dei principali metodi di valutazione, con i rispettivi punti di forza e di debolezza e gli elementi critici dai quali dipende l'attendibilità della stima.

Metodi diretti in senso stretto	
pregi	<ul style="list-style-type: none"> •Aderenza alle logiche di mercato. •presentano una forte valenza pratica.
difetti	<ul style="list-style-type: none"> •Applicabili solo alle società quotate.
criticità	<ul style="list-style-type: none"> •I fenomeni speculativi generano uno sbilanciamento tra domanda e offerta dei titoli che comporta sopra/sottovalutazioni dell'azienda.

Multipli di mercato	
pregi	<ul style="list-style-type: none"> •La valutazione viene effettuata considerando aziende simili a quella oggetto di stima.
difetti	<ul style="list-style-type: none"> •Ciascun moltiplicatore può fornire risultati differenti in quanto concentrato su variabili diverse. •difficoltà nell'individuare un campione di aziende simili a quella oggetto di valutazione.
criticità	<ul style="list-style-type: none"> •Attendibilità delle informazioni ottenute sull'azienda campione.

Metodi patrimoniali	
pregi	<ul style="list-style-type: none"> • Permettono di identificare un valore aggiornato dell'azienda attraverso l'individuazione e l'applicazione di rettifiche ai valori di bilancio. • Obiettività e generalità della valutazione (maggiore certezza e dimostrabilità dei dati). • Esplicito collegamento tra il valore del capitale economico e il capitale netto di bilancio.
Difetti	<ul style="list-style-type: none"> • Il metodo patrimoniale semplice non prende in considerazione i beni immateriali. • Scarso rilievo all'aspetto reddituale. • Non sono in grado da soli di fornire una valutazione attendibile di un'azienda. • I metodi patrimoniali complessi normalmente non considerano tra i beni immateriali il know-how aziendale e i costi di formazione del personale.
Criticità	<ul style="list-style-type: none"> • Richiedono un'attenta valutazione di specifiche poste di bilancio (rimanenze, crediti commerciali, passività finanziarie). • Alto livello di discrezionalità nella valutazione degli intangibles.

Metodi reddituali	
pregi	<ul style="list-style-type: none"> • L'applicazione di un valore medio rispetto alla puntuale misurazione dei redditi annui rende questi metodi di semplice applicazione.
difetti	<ul style="list-style-type: none"> • Aleatorietà nella determinazione dei redditi futuri attesi.

criticità	<ul style="list-style-type: none"> • Normalizzazione dei redditi futuri. • Scelta del periodo di attualizzazione. • Scelta del tasso di attualizzazione.
------------------	---

Metodi finanziari	
pregi	<ul style="list-style-type: none"> • Massima razionalità. • Orientamento al futuro.
difetti	<ul style="list-style-type: none"> • Instabilità dei flussi finanziari all'interno dell'orizzonte temporale di riferimento. • Difficoltà di quantificare attendibilmente i cash flows futuri. • Elevato grado di incertezza.
criticità	<ul style="list-style-type: none"> • Scelta del periodo di attualizzazione. • Scelta del tasso di attualizzazione.

5. Evoluzione delle metodologie valutative adottate nei processi di valutazione ai fini delle Initial public offering

L'ammissione alla quotazione presso la Borsa italiana è sempre stata tradizionalmente accompagnata dall'attestazione, da parte dell'organismo di gestione del mercato, del valore delle azioni destinate ad entrare nel listino. La previsione di tale attestazione ha origini molto lontane nel tempo: è del 1913 il Regio Decreto n.1068 che sancisce la nascita del certificato

peritale, documento redatto dal “Sindacato dei mediatori” destinato ad indicare il valore venale dei titoli oggetto di ammissione a quotazione.⁶⁷

In tempi più recenti, con il regolamento di ammissione alla quotazione del 1984, la Consob ha arricchito il contenuto del certificato peritale, prevedendo che l’indicazione del valore venale fosse integrata da un’analitica relazione illustrativa dei metodi valutativi utilizzati. A partire da 1 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 2 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 richiese più che fosse prodotto il certificato peritale. Tale cambiamento fu la conseguenza del mutato contesto nel quale si trova ad operare chi investe nel mercato italiano. In quegli anni infatti, in Italia si è assistito ad una rapida evoluzione della disciplina dei mercati e dell’intermediazione finanziaria. Questo generò 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 incrementarono i volumi degli scambi e crebbe l’attenzione degli analisti per le società quotate, od oggetto di collocamento, nel mercato borsistico italiano; aumentò inoltre l’interesse della stampa, non solo di quella specializzata, per gli eventi del mondo finanziario.

Le metodologie valutative adottate ai fini del certificato peritale sono mutate nel corso del tempo; è stata operata un’analisi dell’evoluzione di tali metodologie nella speranza di

⁶⁷ Ferrari G. E., Iannuzzi C., *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 1998, p.69.

poter dare un contributo al vivace dibattito che ha avuto luogo in Italia circa la scelta dell'approccio metodologico da seguire nella valutazione d'azienda.⁶⁸

La scelta del metodo di valutazione comporta, come è noto, la delicata gestione del *trade-off* tra razionalità del metodo e oggettività dello stesso. I metodi più razionali sono evidentemente quelli basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati ed assorbiti dalla gestione: il valore di un qualsiasi investimento, e quindi anche di quello in un'azienda, dipende in ultima istanza dalla sua capacità di generare flussi finanziari che remunerino congruamente il capitale investito. D'altra parte ne caso di un 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 margini 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 accessi 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 basati 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 determinazione autonoma del goodwill.

Il metodo reddituale senza spingersi fino alla determinazione puntuale dei flussi di cassa futuri si basa sulla stima dei redditi futuri, o eventualmente, di un reddito futuro normalizzato.

⁶⁸ Ci si riferisce allo studio di Ferrari E Iannuzzi, *Opera citata*, p.71. Ai fini delle analisi sono state considerate le valutazioni peritali strumentali alla quotazione di titoli azionati effettuate dall'ottobre 1986 al dicembre 1997 dal Comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa valori di Milano (fino al 1992) e dal Consigliodi Borsa. Dal 1986 infatti ha preso avvio la pubblicazione in forma estesa e dettagliata della relazione esplicativa della documentazione acquisita e dei criteri seguiti dall'orano di Borsa ai fini del proprio lavoro di stima.

Il flusso di reddito individuato viene quindi attualizzato, così come avviene per i metodi Dcf, alla data di valutazione. Ai fini dell'applicazione del metodo patrimoniale misto deve essere preliminarmente effettuata la riespressione a valori correnti delle singole attività/passività facenti capo all'azienda; al valore corrente del patrimonio netto determinato come somma algebrica del valore corrente dei singoli attivi (dedotte le passività) viene poi sommato un addendo che esprime l'avviamento dell'azienda, vale a dire la sua capacità di produrre sovra redditi ulteriori rispetto alla congrua remunerazione del capitale investito. Nella prassi è inoltre diffusamente utilizzato, soprattutto nell'ambito dei mercati finanziari, il metodo dei multipli di società comparabili. Tale metodologia lega il valore di un'azienda al valore assunto da un parametro di solito rappresentativo della sua redditività o dimensione.

Il valutatore che adotti tale metodologia deve in primo luogo individuare un campione più ampio possibile di società paragonabili, per rischiosità del business e per prospettive di crescita, alla società da valutare. Successivamente calcolerà il rapporto tra la capitalizzazione (lorda e netta) di tali società campione e un parametro che ne esprime la redditività o la dimensione). Individuato il rapporto di riferimento espresso dal mercato, si dovrà moltiplicare tale rapporto per il valore assunto dal parametro nel caso della società oggetto di valutazione. Il risultato ottenuto al netto del valore del debito nel caso si ragioni in termini di capitalizzazione lorda, è il valore della società in esame.⁶⁹

Dall'analisi effettuata sui certificati peritali emergono principalmente due chiare linee di tendenza:

- ✓ L'abbandono dei metodi patrimoniale, reddituale e misto sostituiti dalla metodologia Dcf;
- ✓ L'utilizzo sempre più diffuso dei multipli di mercato quale metodologia di controllo.

Nel corso del '95 il Consiglio di borsa ha attuato un graduale abbandono dei metodi patrimoniale, reddituale e misto in favore della metodologia Dcf. A tale scelta hanno contribuito diversi ordini di fattori. In primo luogo il descritto processo di maturazione del

⁶⁹ Ovviamente i metodi empirici sono applicabili fintantoché esistano dei prezzi fatti dal mercato, o anche in occasione di transazioni fuori mercato, cui far riferimento per determinare i multipli stessi.

sistema finanziario italiano ha reso disponibile per chi si occupa di valutazione d'azienda un crescente bagaglio di informazioni e previsioni attendibili sul trend delle variabili macroeconomiche e sull'andamento dei principali settori merceologici. Ciò ha fatto divenire meno arbitraria l'indagine sui flussi finanziari futuri generati dalla gestione di un'azienda, allargando di conseguenza il campo di applicabilità di metodologie valutative di tipo Dcf. A ciò si aggiunga che le aziende oggetto di ammissione a quotazione, non solo quelle di dimensioni medie o grandi, sono oggi dotate di sistemi informativi interni sempre più efficienti e in grado di produrre dati previsionali (budget e piani pluriennali) di norma piuttosto attendibili. Inoltre l'utilizzo del metodo Dcf rappresenta un allineamento alla prassi valutativa normalmente seguita dagli analisti e dalle banche d'affari che operano nei mercati azionari esteri più evoluti, i quali si servono principalmente delle metodologie basate sull'attualizzazione dei flussi di cassa. Va poi sottolineato come nel corso del 1995 si sia verificato un fondamentale mutamento della funzione che il certificato peritale veniva, di fatto, a svolgere nel contesto dell'operazione di quotazione di una matricola di borsa. In proposito il caso della società Brembo S.p.A. rappresenta un vero e proprio spartiacque. Fino a quel momento, infatti, il valore risultante dal certificato peritale era unanimemente riconosciuto, nella prassi dei consorzi di collocamento italiani, come il tetto massimo del prezzo di offerta dei titoli.

L'ingresso sulla scena nazionale di nuovi attori esteri e l'immediato affermarsi delle metodologie di formazione del prezzo da questi abitualmente utilizzate, in particolare quella del "book building", comportano necessariamente una minore valenza segnaletica del certificato peritale. È evidente, infatti, che il mercato veniva a disporre, anche nel nostro paese, di uno strumento efficiente di formazione del prezzo, in quanto la tecnica del book building viene sostanzialmente a configurarsi come meccanismo di asta. La Bembo S.p.A. effettuò l'offerta delle proprie azioni al prezzo unitario di L.11.300, a fronte di una valutazione peritale di L. 10.000, rompendo così la tradizione storica. Da quel momento in poi, in un mercato sempre più evoluto nel quale gli analisti finanziari, investitori istituzionali e ricerca professionale assumevano in ruolo via via crescente, il certificato peritale divenne uno degli elementi (e non più il principale elemento) a disposizione dell'investitore per decidere in merito all'adeguatezza del prezzo di offerta delle azioni.

È peraltro evidente che la stima dell'organo di mercato ancorché autorevole ed indipendente, non poteva porsi in contrasto con le determinazioni espresse dal mercato stesso, ma solo contribuire a una migliore e più ampia informazione per i risparmiatori.

Da ciò, peraltro, la spinta verso una uniformità di linguaggio con quello ormai prevalente sul mercato, ai fini di una piena raffrontabilità degli elementi di valutazione disponibili per gli investitori. Con riferimento alle modalità di applicazione del metodo Dcf da parte del Consiglio di borsa, si evidenzia l'utilizzo della configurazione unlevered: il flusso di cassa di ogni esercizio è determinato come somma algebrica di ricavi e costi operativi monetari (al netto del carico fiscale), cui sono sottratti gli investimenti netti in immobilizzazioni e in capitale circolante. Ai fini della determinazione del tasso di attualizzazione il Consiglio di borsa utilizzava il costo medio ponderato del capitale (wacc). L'orizzonte temporale della stima dei flussi di cassa futuri era, nella prassi del consiglio di borsa, di dieci anni. La base di partenza erano normalmente i piani a tre-cinque anni elaborati dalle società, che venivano profondamente rivisti e discussi con i responsabili della società quotanda e, quindi, proiettati per gli anni successivi. Per la stima del valore residuo, che esprime la valutazione sintetica dei cash flow prodotti oltre il periodo di riferimento analiticamente considerato nel piano, veniva utilizzata la formula:

$$\mathbf{W \text{ residuo (al tempo } n) = Cfn/ (wacc-g)}$$

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

Era inoltre prassi del Consiglio di Borsa, in sede di applicazione del metodo Dcf, operare un'analisi di sensitività volta a stimare l'effetto prodotto sul valore della variazione di una o più variabili chiave. Le variabili chiave considerate più spesso erano il tasso di crescita dei ricavi, il livello dei margini operativi e l'ammontare degli investimenti.

La tendenza, consolidatasi negli ultimi anni, ad utilizzare ai fini del certificato peritale, il metodo dei multipli di mercato quale metodo di controllo è evidentemente legata all'esigenza di verificare la coerenza del risultato della valutazione di una azienda in via di quotazione con la valutazione già espressa dal mercato per aziende confrontabili. In

particolare nel corso degli anni, coerentemente con la prassi internazionale, il Consiglio di Borsa ha affiancato l'utilizzo del moltiplicatore P/E quello di moltiplicatori costruiti su risultati intermedi. La tendenza ad un utilizzo sempre più ampio del metodo dei multipli trova inoltre fondamento nella crescente disponibilità di dati previsionali attendibili sulle società quotate: ciò permetteva l'individuazione di multipli che, essendo costruiti sulla base di dati reddituali futuri, hanno una maggiore idoneità a cogliere le prospettive di redditività della società oggetto di valutazione.

Dato l'ampio utilizzo che si fa nei mercati finanziari dei moltiplicatori di mercato, sembra opportuno richiamare brevemente i risultati di un'interessante studio di Steven Kaplan e Richard Ruback avente ad oggetto l'analisi della qualità dei risultati del metodo dei multipli confrontata con quello dei risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie Dcf. Gli autori dimostrano, sulla base dell'analisi di un ampio campione di transazioni avvenute negli Stati Uniti tra il 1983 e il 1989, che le valutazioni operate con la tecnica Dcf risultavano fornire di norma i risultati qualitativamente migliori; dal medesimo studio risultava peraltro che la qualità dei risultati derivanti dall'utilizzo del metodo dei multipli, quando ne ricorrano i presupposti per l'applicazione, è comunque piuttosto elevata.⁷⁰

6. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati

Nella valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati (*discounted cash flow*), il valore di un'attività è dato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi, attualizzati ad un tasso che ne rifletta la rischiosità. Questo approccio si presenta indubbiamente con le migliori credenziali sotto il profilo dei fondamenti teorici sui quali si basa.

L'ipotesi fondamentale su cui si basa tale metodo è che il valore aziendale è dato dalla capacità dell'impresa di produrre cassa, secondo lo slogan di matrice americana del "*Cash is King*", che equivale a dire che la ragione per la quale decidiamo di acquistare un'attività è

⁷⁰ KAPLAN S, e RUBACK R., *The market pricing of cash flow forecast: Dcf vs the method of comparables*, Journal of Applied corporate Finance, 1998

rappresentata dal fatto che ci aspettiamo che questa generi flussi di cassa in futuro.

Il metodo può perseguire come obiettivo quello di determinare il flusso di cassa che remunera l'intero capitale investito nell'azienda (approccio levered), ovvero il flusso di cassa che remunera solamente il capitale proprio dell'azionista (approccio unlevered).

Il Discounted Cash Flow (DCF) è il criterio di determinazione del capitale economico più diffuso e più corretto, almeno dal punto di vista teorico. La giustificazione di tale affermazione risiede nei requisiti di correttezza e razionalità di cui questo metodo è dotato⁷¹.

Sul piano pratico però, si incontrano numerose difficoltà, specie se l'azienda da valutare non dispone di capacità di previsione. La determinazione futura dei flussi di cassa è infatti, strettamente connessa alle strategie e alle politiche aziendali, che, a loro volta, sono frutto di specifiche e soggettive scelte imprenditoriali e al momento della valutazione tali fattori sono spesso imprevedibili.

Il metodo finanziario prevede che il valore dell'azienda sia dato dal valore attuale dei suoi flussi di cassa futuri ed è espresso dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n [(F_t \cdot v^t) + (V_f \cdot v^n)]$$

dove:

W: valore economico dell'azienda;

F_t: flussi di cassa generati dall'impresa per il t-esimo anno;

V_f: valore finale dell'azienda al tempo n;

v: coefficiente di attualizzazione al tasso i;

n: orizzonte temporale.

Gli elementi fondamentali da determinare per stimare il capitale economico di un'impresa secondo il metodo finanziario sono tre:

- la previsione del *cash flow*;

⁷¹ Luigi Guatri ha affermato che il metodo finanziario "ha senza dubbio una larga preferenza nel mondo anglosassone; preferenza che si è poi diffusa presso gli operatori finanziari di tutto il mondo. La teoria e la pratica di creazione del valore, che trovano origine negli Stati Uniti, risentono chiaramente di ciò, nel senso che esse fanno dei metodi finanziari lo strumento unico, almeno apparentemente indiscusso, nella misurazione dei valori".

- il costo del capitale;
- il valore finale.

Per quanto concerne il primo elemento (la previsione del *cash flow*) , esso rappresenta sicuramente il fulcro della valutazione d'azienda .

Una corretta previsione del *cash flow* richiede, in primo luogo, la raccolta di informazioni adeguate, così come evidenziato nel primo punto del GIV (base informativa) che possono essere suddivise in tre categorie:

- il quadro macro economico settoriale*: l'analisi di settore e dell'attività svolta deve essere effettuata sui dati storici, dai quali il valutatore sviluppa una prospettiva storica integrata della performance, ovvero individua i fattori chiave di creazione del valore e le leve più importanti della redditività aziendale;

- il quadro dei risultati e delle loro componenti*: dalla composizione delle passate *performance* aziendali si traggono quindi gli elementi per esprimere una valida previsione delle *performance* future il cui arco temporale è normalmente contenuto al massimo in tre-cinque anni;

- l'analisi strategica*: particolare importanza nell'analisi lo assume il *business plan* (o piano previsionale), ovvero lo strumento di pianificazione “centrato” sulla definizione degli obiettivi strategici, quantificati in aggregati economici, patrimoniale e finanziari. Il *business plan* ha una funzione strategica in un'ottica prospettica di medio-lungo termine e contiene informazioni di tipo contabile, ma anche di tipo extracontabile, ad esempio: profilo dell'impresa, caratteristiche intrinseche ed estrinseche, fattori di successo, punti di forza e debolezza. In particolare , il *business plan* dovrebbe indicare l'ammontare del capitale necessario per il lancio di nuovi business e il tipo di business necessario per ottenere *cash flow* positivi e continui nel tempo.

La determinazione dei cash flow disponibili può essere determinata secondo due diversi metodi finanziari, unlevered e levered, che differiscono essenzialmente per la diversa configurazione di flusso di cassa presa in considerazione, da cui deriva un diverso oggetto di

valutazione e un diverso tasso di attualizzazione.⁷²

Il metodo unlevered considera i flussi di cassa della gestione operativa, e perviene alla stima del capitale investito operativo; si tratta del metodo di cui si fa il maggior uso nella pratica.

Esso utilizza la configurazione di flusso di cassa della gestione operativa (FCFO⁷³), cioè al lordo degli oneri finanziari. In realtà, oggetto della valutazione, secondo tale metodo, non è l'azienda nella sua totalità, ma il capitale investito. La valutazione non tiene conto, almeno in via diretta, della struttura finanziaria dell'impresa, cioè del suo grado di indebitamento⁷⁴, e stima il valore dell'investimento complessivo per azionisti e finanziatori. Ciò non è indifferente nella determinazione del tasso a cui attualizzare i flussi finanziari, in quanto esso sarà espressione non soltanto del costo del capitale proprio, ma anche del costo dell'indebitamento. Si parlerà, dunque, di costo medio ponderato del capitale (WACC).

Per ottenere il flusso di cassa della gestione operativa, è necessario svolgere alcuni passaggi. Il primo di essi consiste nella determinazione del reddito operativo (o EBIT). Al reddito operativo va applicata l'aliquota fiscale per determinare l'entità delle imposte⁷⁵, in quanto il flusso di cassa finale a cui si dovrà pervenire sarà al netto delle imposte; successivamente, andranno aggiunti gli ammortamenti e gli accantonamenti, vale a dire quelle componenti reddituali negative, che non comportano uscite monetarie. In tal modo si perviene al flusso di circolante della gestione corrente.

Per determinare, poi, il flusso di cassa della gestione operativa saranno necessari due ulteriori passaggi relativi alla variazione di periodo del capitale circolante operativo e del capitale fisso operativo.⁷⁶ La nozione di capitale circolante presa in considerazione (operativa) differisce da quella finanziaria: la prima tiene conto soltanto degli elementi connessi alla gestione operativa, mentre la seconda considera come criterio classificatorio la scadenza temporale delle sue componenti. Le stesse considerazioni valgono per la nozione di capitale fisso operativo.

⁷² Bini M., Guatri L., (2009), Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano.

⁷³ Nella terminologia anglosassone: *Free Cash Flow from Operations*.

⁷⁴ Il grado di indebitamento di un'impresa esprime la composizione delle fonti di finanziamento tra il capitale proprio e capitale di terzi.

⁷⁵ Le imposte considerate sono quelle pagate per cassa.

⁷⁶ Massari M. (1998), Finanza aziendale. Valutazione, McGraw-Hill, Milano.

In sede previsionale è possibile, basandosi su dati storici, determinare dei coefficienti in grado di collegare la variazione del capitale circolante e del capitale fisso operativo alle variazioni delle vendite. La variazione del capitale circolante operativo, se positiva, andrà sottratta al flusso di circolante della gestione corrente; se negativa, andrà sommata. Medesime considerazioni valgono per la variazione del capitale fisso operativo. In questo modo si perverrà alla configurazione di flusso di cassa della gestione operativa.

Lo schema seguente sintetizza i passaggi esaminati:

Reddito Operativo
- imposte
<hr/>
Reddito Operativo al netto delle imposte
+ ammortamenti
+ accantonamenti
<hr/>
Flusso di cassa della gestione corrente
+/- Δ Capitale circolante operativo
+/- Δ Capitale fisso operativo
<hr/>
Flusso di cassa della gestione operativa

Il metodo *levered* utilizza i flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti, e perviene alla stima del valore economico del capitale. Si tratta di un metodo meno utilizzato rispetto al precedente. Esso viene solitamente privilegiato per le stime delle partecipazioni minoritarie. Secondo questo approccio, i flussi finanziari da attualizzare sono i flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti (FCFE⁷⁷), cioè i flussi monetari a disposizione dell'azienda per erogare i dividendi ai proprietari di capitale. Rispetto al metodo *unlevered*, viene considerata anche la struttura finanziaria dell'impresa e oggetto della valutazione è l'azienda nel suo

⁷⁷ Nella terminologia anglosassone: *Free Cash Flow to Equity*

complesso.

Perciò, per pervenire alla configurazione di flusso di cassa netto disponibile per gli azionisti, bisogna apportare alcune modifiche alla configurazione di FCFO precedentemente delineata. Rispetto al FCFO (che in questo caso sarà al lordo delle imposte), si dovrà considerare la struttura finanziaria dell'azienda, e quindi sottrarre gli oneri finanziari, le imposte sull'utile netto e la variazione sull'indebitamento finanziario (se positiva andrà aggiunta al flusso, viceversa nell'ipotesi contraria). Va, altresì, tenuto conto del flusso finanziario connesso ad eventuali rimborsi di capitale sociale e versamenti per l'aumento dello stesso. Se i versamenti sono superiori ai rimborsi si avrà un flusso finanziario positivo, in caso contrario si avrà un flusso finanziario negativo.

Lo schema di calcolo del FCFE sarà dunque il seguente:

Flusso di cassa della gestione operativa
-Oneri finanziari
-Imposte
-Oneri finanziari
+/- Indebitamento finanziario
+/- Versamenti/rimborsi di capitale proprio
<hr/>
Flusso di cassa netto per gli azionisti

Il secondo elemento fondamentale per la determinazione del valore economico del capitale concerne la stima del costo del capitale.

La corretta misurazione del tasso di sconto, infatti, costituisce uno dei punti più delicati e centrali dei metodi di valutazione (reddituale, finanziaria o misti) proprio per le conseguenze che esso comporta nei confronti del valore attuale dell'azienda oggetto di

valutazione. Sono sufficienti modesti scostamenti in termini assoluti del tasso per provocare sensibili variazioni del valore del capitale economico.

La dottrina aziendale ritiene che la scelta dei tassi debba essere :

- razionale, ispirata ad uno schema logico, chiaro e convincente. La scelta del tasso è razionale quando risponde al principio di avversione al rischio. Ciò avviene solo quando si tiene adeguatamente conto del diverso profilo di qualità dei flussi prospettici;

- coerente con i flussi di risultato atteso. La scelta del tasso è coerente quando evita la duplicazione dei premi per rischio. A tal fine, vi sono due possibili soluzioni. Da un lato correggere i flussi di risultato attesi, dall'altro si può adeguare il saggio di attualizzazione;

- affidabile, nel senso che devono essere ridotti al minimo gli ambiti di discrezionalità dell'esperto. I dati di piano rappresentano piuttosto i risultati più probabili della strategia cui il piano mira e permette di comprendere le relazioni di causa ed effetto dei *value drivers*;

- verificabile, cioè ripercorribile nelle sue componenti, nelle ipotesi assunte e nello svolgimento dei calcoli. La scelta del tasso è verificabile quando sono esplicitate le scelte dell'esperto e il principio di coerenza tra flussi e tassi.

Ovviamente la scelta del tasso, secondo il principio di coerenza tra tassi e flussi, deve essere funzionale al metodo finanziario applicato (levered o unlevered). Infatti, nella determinazione del capitale bisogna tener presente il nesso di reciproca dipendenza esistente tra il tasso di attualizzazione e i flussi attesi. Di conseguenza, non si può stimare il costo del capitale prima di aver definito la configurazione dei risultati da attualizzare.

La modalità levered perviene alla valutazione del capitale azionario mediante l'attualizzazione dei flussi di competenza dei soli azionisti, ad un tasso che rappresenta il costo del capitale proprio (K_e), che esprime il rendimento richiesto dai soli conferenti il capitale di rischio. La determinazione del costo del capitale proprio è uno dei problemi aperti della finanza moderna. Le difficoltà nella stima del costo dei mezzi propri risiedono nel fatto che

non si tratta di un dato certo, come ad esempio gli interessi passivi corrisposti sul debito, ma di uno “costo - opportunità” (l'opportunità di investire diversamente). Il tasso esprime infatti, il rendimento atteso da un determinato investimento e il compenso per il rischio di non conseguire il rendimento previsto.

Il costo del capitale netto si può definire come il tasso di rendimento che coloro che investono nel capitale netto di una società si aspettano di realizzare. La sua stima richiede l'applicazione di un metodo in grado di misurare il rischio e tradurre tale misura in termini di rendimento atteso dagli investitori azionari.

Tra i principali modelli di stima del costo del capitale proprio è necessario far riferimento al CAPM. Si tratta di uno dei metodi più rilevanti nella determinazione del costo di detto capitale anche se ne è stata da più parti dimostrata la debolezza nello spiegare i saggi della redditività delle azioni. Il suo successo è legato alla facilità d'uso. È infatti un modello lineare, monofattoriale, che consente di risalire al costo del capitale proprio con relativa facilità. Secondo tale modello il tasso di sconto è dato da una componente priva di rischio e da un premio per il rischio moltiplicato per un coefficiente beta, che esprime il rischio sistematico non diversificabile del singolo titolo di investimento.

Il *capital asset pricing model*, partendo dall'ipotesi che non esistono costi di transazione e informazioni non pubbliche, permette di giungere alla stima della remunerazione del rischio di un investimento in un titolo quotato sul mercato regolamentato (la cosiddetta r_p di un titolo azionario). Nell'impostazione teorica del modello, l'investimento in azioni produce due tipi di rischio: uno legato all'andamento della società in cui si investe e uno legato all'andamento generale del mercato. Il primo può essere eliminato attraverso la diversificazione del portafoglio azionario, mentre il secondo è ineliminabile e trova espressione nel coefficiente beta. La componente r_p si otterrà applicando il coefficiente β al rischio generico connesso ad un investimento azionario, calcolato come differenza tra il rendimento medio del mercato e rendimento dei titoli a rischio nullo (*il risk free rate*).

Perciò con il CAPM il costo del capitale proprio viene determinato quale somma tra il rendimento di titoli privi di rischio ed un premio per il rischio a sua volta dipendente dalla rischiosità sistematica dell'azienda oggetto di valutazione, misurata da un coefficiente “beta”. La formula è la seguente:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dove:

β = coefficiente beta;

R_m = rendimento generale medio del mercato azionario;

R_f = risk free rate

Il costo del capitale proprio secondo il CAPM è pertanto funzione di tre input:

- *il risk free rate* rappresenta il premio che spetta a colui che rinuncia a disporre del capitale per un determinato periodo di tempo. Il rendimento dell'attività priva di rischio coincide in linea di massima con il tasso di rendimento dei titoli di Stato, considerato come debitore sicuramente solvibile quindi privo di rischio.

- La seconda componente è il *premio per il rischio* sopportato per compiere l'investimento. In generale l'altezza del premio per il rischio varia in funzione di due elementi fondamentali: la rischiosità del settore e la rischiosità dell'azienda. Il rischio è valutato in funzione di una serie di fattori quali la situazione economico- sociale generale, il tipo di attività svolta, l'incidenza dei costi fissi, il grado di concorrenza, l'elasticità dei prezzi, il grado di innovazione tecnologica di settore e i rischi specifici dell'impresa⁷⁸.

- La terza componente è rappresentata dal *coefficiente beta* che misura la rischiosità specifica della singola azienda; in altri termini, è la quantità di rischio che l'investitore sopporta, investendo in una determinata azienda anziché nel mercato azionario. Il beta è espressione solamente del rischio sistematico, quindi non diversificabile, dell'investimento nell'azienda. Indica il modo in cui, in media, i rendimenti di un titolo variano al variare dei rendimenti del mercato. Statisticamente, il beta è uguale alla covarianza tra i rendimenti attesi del titolo e quelli del mercato, divisa per la varianza del rendimento atteso del mercato:

$$\beta = \text{cov} (R_i , R_m) / \text{var} (R_m)$$

dove:

β è il beta dell'azienda;

⁷⁸ D. Balducci, “ *La valutazione dell'azienda*”, Fag, 2006

R_i è il rendimento atteso dell'azione i ;

R_m è il rendimento atteso del portafoglio di mercato.

per quanto riguarda i valori assunti da beta si avrà che:

tabella 5: valori assunti dal beta

se $\beta > 1$	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso;
se $0 < \beta < 1$	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle di mercato;
se $0 > \beta > -1$	Il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta;
Se $\beta \leq -1$	Il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso.

Il beta è una misura del grado di rischio dell'azione, ovvero nel nostro caso, dell'azienda di cui si va a calcolare il costo del capitale. Le aziende con beta elevato infatti, sono considerate molto rischiose: esse sono tipicamente delle *start-up* con alto rischio finanziario e con profitti e flussi di cassa estremamente volatili; d'altra parte, le aziende con beta basso vengono considerate moderatamente rischiose.

Tre sono gli elementi fondamentali di cui si costituisce il beta :

- la ciclicità dei *business* in cui opera l'azienda;
- il grado di leva operativa;
- il grado di leva finanziaria.

Si tratta di tre elementi in cui è possibile scomporre il rischio dell'azienda. E' evidente, che maggiore è la ciclicità del *business*, maggiore risulterà essere il suo grado di rischio e di conseguenza si osserverà un beta più alto. Un'azienda operante in un settore caratterizzato da elevati costi fissi è sicuramente più rischiosa di un'azienda presente in un settore dove l'incidenza dei costi fissi non è invece elevata. Inoltre l'incremento dell'indebitamento e dei costi a servizio dello stesso sono un ulteriore elemento che può rendere rigida la struttura dei

costi e quindi può incrementare il rischio per l'azienda , determinando, a parità di altre condizioni, un maggior beta.

Occorre, peraltro, precisare che l'utilizzo del CAPM (e del beta), oltre ad avere innegabili vantaggi può generare, in speciale modo con riferimento ad imprese non quotate, rilevanti problemi.

In particolare, l'utilizzo del CAPM nel calcolo del costo del capitale di una società quotata passa attraverso la determinazione del beta, resa possibile proprio dal fatto che l'entità considerata risulta quotata. Alla luce di quanto detto finora, è necessario decidere quale indice e quale orizzonte temporale utilizzare.

La scelta di un indice di mercato da utilizzare quale riferimento su cui calcolare la covarianza sul rendimento di un'azione rispetto all'indice stesso è già di partenza una semplificazione rispetto al modello teorico. Il modello parla infatti di portafoglio di mercato, ovvero dell'insieme di tutte le attività rischiose in cui è possibile investire. L'indice di mercati è una scelta obbligata quindi, quale *proxy* del portafoglio di mercato, ma tale indice deve possedere le caratteristiche che lo rendono il più possibile simile al portafoglio di mercato.

La scelta in merito all'estensione del periodo sul quale fare l'analisi di regressione e di conseguenza sulla periodicità delle singole osservazioni, è funzione principalmente delle aspettative.

L'applicazione del CAPM ad un'azienda non quotata , invece, rappresenta già di partenza una forzatura. Se l'azienda non è quotata infatti, non è possibile calcolare il beta partendo dalle osservazioni di mercato, ma bisogna procedere diversamente perché l'arbitraggio che è alla base del modello di equilibrio descritto nel CAPM non esiste.

Si potrebbe, perciò, utilizzare il beta del settore o beta di aziende simili a quella oggetto di indagine, anche se approcci quali il *build-up* per la determinazione del costo del capitale proprio si ritengono metodologicamente più corretti.

L'utilizzo del beta di aziende simili richiede un procedimento articolato che si basa prevalentemente sulla selezione di un campione di aziende comparabili per settore di appartenenza, dimensione e internazionalizzazione dell'azienda stessa, sul calcolo del beta *unlevered* medio del campione e sulla trasformazione di detto beta così determinato in beta *levered* per tener conto della struttura finanziaria dell'azienda non quotata oggetto di

valutazione.

Da un punto di vista pratico, se un oggetto di valutazione è un'azienda non quotata di piccola dimensione e non esiste un mercato finanziario con un numero elevato di imprese quotate (rendendo difficile, quindi, individuare un'impresa quotata simile da prendere come riferimento), è molto arduo avere la disponibilità del coefficiente β dell'azienda. L'azionista di un'azienda non quotata, infatti, ha spesso investito la maggior parte del proprio patrimonio nell'azienda: è dunque il rischio totale quello che l'azionista deve fronteggiare e non solamente quello di mercato misurato dal beta.

7. I metodi basati sui multipli

L'affermazione dei multipli si è avuta a partire dagli anni 90⁷⁹, in quanto fino ad allora essi erano considerati una tecnica sostanzialmente confinata nel mondo delle *Investment e Merchant bank*. E spesso erano anche indicati, in quel tempo, come uno strumento di valutazione semplice e veloce (e però anche sommario) per risparmiare tempo e ridurre i costi. Con l'introduzione del concetto di "*prezzo probabile*", i multipli hanno assunto una notevole importanza a tal punto che sono stati introdotti metodi che affrontano il problema della valutazione dell'impresa da una visuale completamente diversa rispetto ai metodi tradizionali dei valori flusso e dei valori stock. Essi non si basano infatti su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi sui prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo dei capitali d'impresa, con tecniche più o meno elaborate. Il risultato cui questi approcci pervengono non può considerarsi una valutazione analitica nel senso tradizionale: non esprimono, in altre parole, né valori di capitale economico, né valori potenziali, né valori patrimoniali o misti. Essi esprimono i prezzi probabili negoziabili per una data impresa, alla vendita o all'acquisto, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili⁸⁰.

La valutazione basata sui multipli di alcune imprese comparabili richiede meno ipotesi e può essere seguita più velocemente di una basata sui flussi di cassa attualizzati. In secondo

⁷⁹ Bini M., Guatri L., (2002), I moltiplicatori nella valutazione delle aziende, Università Bocconi, Milano

⁸⁰ Rivista: *La Valutazione delle Aziende*, cap. Le valutazioni relative, Giugno, 2006

luogo tale tipologia di valutazione è più facile da comprendere oltre che da presentare e spiegare. Infine, avendo per obiettivo la stima di un valore relativo piuttosto che di un valore intrinseco, essa tende a riflettere più da vicino gli “umori del mercato”. In genere, quindi, la valutazione relativa risulterà più vicino al prezzo corrente di mercato.

Paradossalmente i punti di forza di tali metodi sono anche i suoi punti di debolezza. Innanzitutto, la facilità con cui essa può essere realizzata, può avere come risultato una determinazione del valore poco coerente, in cui le variabili quali il rischio, la crescita o i flussi di cassa potenziale, non vengono affatto prese in considerazione. Inoltre, il fatto che i multipli riflettano l'umore del mercato implica che il valore stimato sulla base del multiplo risulterà una sovrastima (sottostima) quando il mercato sta sopravvalutando (sottovalutando) le imprese comparabili. Infine, se è vero che ogni valutazione è comunque condizionata dai pregiudizi di chi la effettua, le valutazioni relative sono particolarmente soggette a manipolazioni per via della mancanza di trasparenza sulle ipotesi a esse sottostanti⁸¹.

Tali metodi stimano il valore di un'azienda basandosi sui prezzi di mercato di società simili rispetto a quella oggetto di valutazione (metodo delle società comparabili) o, in modo più diretto, sui prezzi di transazioni effettivamente avvenute (metodo delle transazioni comparabili). In qualche modo è come se la valutazione fosse delegata al mercato, considerando questo un *valutatore* obiettivo e preciso in grado di stimare indirettamente le potenzialità future dell'azienda.

Il *metodo delle società comparabili* stima il valore di un'azienda attraverso l'ausilio di cosiddetti *multipli*, cioè rapporti tra il prezzo di borsa e una variabile economica relativa ad una o più aziende simili. Applicando alla medesima variabile economica, riferita all'azienda oggetto di valutazione, il multiplo prescelto, si determina il valore dell'azienda target.

Le ipotesi su cui si fonda questo approccio sono tre:

- l'omogeneità tra l'azienda oggetto di valutazione e quelle scelte per la comparazione, nonché tra le relative variabili economiche contenute nei multipli;

⁸¹ Damodaran A., “*Valutazione delle aziende*”, Apogeo, Milano, 2002

- la variazione in misura direttamente proporzionale della variabile economica posta al denominatore nel rapporto rispetto al numeratore dello stesso;
- la rispondenza tra la dinamica del valore dell'azienda e la dinamica dei prezzi di borsa.

E' da precisare che per quanto si cerchi di costruire con attenzione l'elenco delle imprese comparabili, si finirà comunque per trovarsi con imprese diverse da quella presa in esame. Le differenze potrebbero essere minori per alcuni aspetti e maggiori per altri, ma ci saranno sicuramente, e vi sarà quindi la necessità di tener conto di tali differenze nel processo di valutazione relativa. Per far ciò, secondo A. Damodoran, esistono tre metodi: i giudizi soggettivi, le rettifiche ai multipli e le regressioni sul mercato.

I multipli possono essere di due tipologie: *equity side*⁸² o *asset side*⁸³. I primi sono chiamati in tal modo in quanto al numeratore presentano una grandezza espressiva del valore del capitale netto. Gli *asset side* invece, prevedono al numeratore una grandezza espressiva del valore del capitale operativo investito. Se si applicano i multipli *asset side*, la valutazione sarà del tipo *unlevered*, per cui per determinare il valore economico dell'azienda si dovrà sottrarre al capitale investito il valore dell'indebitamento finanziario.

Dopo aver scelto i rapporti da utilizzare, e averli opportunamente rettificati, si calcolano i cosiddetti multipli medi (o di settore) relativi al campione di azienda prescelto. Di frequente

⁸² Tra i multipli "*equity side*" maggiormente utilizzati, ricordiamo:

- P/E (prezzo di borsa/utile netto per azione) è il multiplo più noto ed utilizzato;
- P/CF (prezzo di borsa / cash flow per azione) il cash flow è considerato in senso restrittivo, come somma del reddito, degli ammortamenti e degli accantonamenti;
- P/EBIT (prezzo di borsa/ reddito operativo per azione) e P/EBITDA (prezzo di borsa/ reddito operativo lordo per azione) questi due rapporti sono considerati da alcuni autori non significativi per l'incoerenza tra il numeratore e il denominatore;
- P/V (prezzo di borsa/ fatturato per azione) anche questo è considerato un multiplo poco significativo per il fatto che il fatturato non dà nessuna indicazione circa i margini con cui operano le aziende, per cui, confrontando due aziende con livelli di efficienza molto differenti, il rapporto in questione perde di significatività;
- P/BV (prezzo di borsa/ patrimonio netto per azione) il limite di questo multiplo risiede nella forte e inevitabile disomogeneità riscontrabile nelle politiche di bilancio delle diverse società che si riflette nella misura del patrimonio netto contabile.

⁸³ Tra i multipli *asset side* ricordiamo:

- EV/EBIT (valore di mercato del capitale investito/ reddito operativo)
- EV/V (valore di mercato del capitale investito/ fatturato)

tali valori sono calcolati ricorrendo a medie ponderate in cui vengono attribuiti pesi maggiori alle società ritenute maggiormente simili a quella da valutare.

La fase finale consiste nell'applicare i multipli all'azienda da valutare. Se si è scelto di procedere con l'uso di più multipli, si calcolerà una media dei risultati ottenuti, che potrà essere semplice o ponderata in funzione della significatività attribuita ai singoli rapporti.

Il metodo delle transazioni comparabili può svilupparsi secondo due diverse versioni.

La prima si concretizza in una comparazione “diretta”, ossia scegliendo delle transazioni in cui in cui siano coinvolte società considerate similari a quella da valutare e assumendone direttamente i prezzi. Si possono scegliere più transazioni come riferimento, e poi calcolare la media semplice o ponderata in funzione del grado di omogeneità.

La seconda versione è del tutto simile al metodo delle società comparabili, con la differenza che i valori posti al numeratore dei multipli saranno prezzi effettivamente negoziati in transazioni realizzate in passato.

I limiti del metodo sono essenzialmente tre:

- la già richiamata differenza concettuale tra il prezzo di negoziazione e il valore economico di un'azienda: il primo è influenzato dalle caratteristiche delle parti, il secondo è indipendente dai soggetti coinvolti;
- il numero di transazioni entro cui scegliere quelle comparabili è spesso esiguo e dipende dal contesto in cui si opera. Questo può portare a scegliere aziende notevolmente differenti rispetto a quella oggetto di valutazione;
- le informazioni sulle negoziazioni sono spesso di difficile accessibilità e scarsamente affidabili.

8. Economic Value Added

Il modello dell'Economic Value Added è uno strumento manageriale e valutativo utilizzabile per misurare la performance periodica, valutare progetti d'investimento, singole attività ed imprese e delineare sistemi di incentivazione al management, il tutto in termini di valore creato o distrutto. È stato sviluppato dalla società di consulenza statunitense Stern Stewart & Co., che ne ha anche depositato l'acronimo EVA, a partire dal 1982 ed ha guadagnato una rilevante notorietà in particolare grazie al libro *"The Quest for Value: The EVA Management Guide"* di Bennett Stewart. Già nel 1993 la rivista statunitense *Fortune* definiva l'EVA *"The Real Key to Creating Wealth"* e nel 1996 parlava di *"A New Way to Find Bargains"*⁸⁴. Ciò a dimostrazione di quello che ha affermato il noto studioso italiano Massari nel suo articolo del 2006⁸⁵ dove ha spiegato che i problemi di incomprensione relativi alla valutazione delle imprese tra il mondo anglosassone, che basava i suoi procedimenti di valutazioni su metodi finanziari (DCF) e quello europeo, che basava i suoi procedimenti di valutazione su metodi patrimoniali e reddituali, erano dovuti a un banale problema di linguaggio in quanto gli esperti statunitensi già avevano associato il concetto di 'Goodwill' a quello di 'Economic Value Added'. L'introduzione di questa misura di performance ha fatto sì che grosse imprese che hanno utilizzato tale indicatore, come Coca-Cola nel periodo dal 1980 al 1993 ha aumentato il proprio valore di ben 12 volte, hanno moltiplicato il loro valore e il prezzo di mercato. Quindi, come afferma lo stesso Bennet Stewart in una sua intervista: *"Nella propria attività di pianificazione l'azienda dovrebbe richiedere al management di prevedere i valori prospettici di EVA, esattamente come si fa per il cash-flow. L'EVA è allo stesso tempo una misura di performance, quando è applicato sui dati storici, mentre diviene un procedimento di stima del valore dell'azienda, se riferito ai dati prospettici"*⁸⁶

L'EVA è un criterio misto di valutazione il quale perviene alla misurazione della ricchezza creata o distrutta dall'impresa sulla base dell'approccio *asset side*, fondato sulla capacità dell'impresa di offrire un'extra remunerazione all'intero capitale investito, esso quindi ha la prerogativa di valorizzare la capacità di creare valore nel lungo termine da parte dell'impresa. Il principale vantaggio di questo metodo di valutazione risiede nel fatto che

⁸⁴ Rivista: *La Valutazione delle Aziende*, n°40, Marzo 2006

⁸⁵ *Il metodo misto: una nuova giovinezza d'oltreoceano*. Fonte: Rivista: *La Valutazione delle Aziende*, n°40, Marzo 2006

⁸⁶ Tratta dalla Rivista: *La Valutazione delle Aziende*, n°40, Marzo 2006 pag161

giunge ad una misura della prestazione dell'azienda direttamente collegata al valore di mercato della stessa. Di conseguenza l'utilizzo dell'EVA:

- correla le politiche di allocazione delle risorse alla creazione di valore e di ricchezza per gli azionisti;
- obbliga il management a valutare ogni progetto di investimento non solo in base alla sua redditività assoluta, ma al costo per finanziare tanto i nuovi investimenti quanto lo stock di capitale esistente;
- consente al management di fissare obiettivi chiari, facilmente comprensibili e di valutare, ex post, il grado di raggiungimento degli stessi;
- consente di individuare le leve per ogni tipo di azione manageriale e di collegare le responsabilità organizzative al conseguimento degli stessi;
- permette di correlare la remunerazione del management ad una misura unica e quantitativa che sintetizza il livello di successo individuale nel raggiungimento degli obiettivi.

La nuova ricchezza prodotta, secondo la logica dell'EVA, è il maggior valore che si riesce ad aggiungere al capitale operativo investito nell'azienda. Tale maggior valore è determinato dallo *spread* tra il rendimento effettivamente ottenuto e il costo del capitale totale fornito sia dai terzi finanziatori, sia dagli azionisti. Il rendimento r è misurato dal rapporto tra risultato operativo al netto delle imposte⁸⁷ (NOPAT: *Net Operating Profit After Taxes*) e capitale operativo investito CI (= capitale fisso + circolante commerciale netto), cioè:

$$r = \text{NOPAT}/\text{CI}$$

Il NOPAT è il margine tra i ricavi operativi monetari e i costi operativi monetari al netto delle imposte e naturalmente al lordo degli oneri finanziari. Il costo del capitale, che fornisce la misura del rendimento normale del capitale medesimo, è il costo medio ponderato di tutto il capitale investito (WACC) che possiamo indicare con c . Da ciò otteniamo:

$$\text{EVA} = (r-c) \times \text{CI}$$

⁸⁷ Si tratta delle imposte che si pagherebbero se l'azienda non avesse debiti. Ciò in quanto ci si rapporta al capitale investito, quindi ipotizzando l'assenza di debiti.

ovvero

$$EVA = NOPAT - (c \times CI).$$

Se l'EVA è l'incremento annuale di valore ottenuto, si comprende che il valore economico del capitale investito (EV: Enterprise Value) è dato dalla somma del capitale investito iniziale (CI) più il valore attuale di tutti gli stimati futuri EVA, costituente il *Market Value Added* (MVA).

$$EV = CI + MVA$$

Anche se tra le metodologie emerse negli ultimi anni nell'ambito del cosiddetto *value based management*, il modello dell'EVA è stato quello che certamente ha suscitato maggiore interesse sia nel mondo delle imprese e sia in quello accademico, è stato oggetto di critiche riguardanti soprattutto due aspetti:

- la presunta assenza di originalità e novità nell'approccio;
- il periodico emergere di "mode manageriali" inizialmente elette a nuove panacee da innumerevoli articoli e libri e poi spesso dimenticate o ridimensionate nella loro importanza.

Per quanto riguarda l'originalità del contributo e la novità nell'approccio, lo stesso Guatri nella sua rivista afferma: "*confesso che quando incontrai nel 1993 B. Stewart nel mio studio a Milano, e mi ripeté, attribuendolo all' EVA, il miracolo della moltiplicazione per 12 delle quotazioni di Coca-Cola, cominciai, forse a torto, a diffidare di tutto ciò. E non riuscii a rendermi conto come l'antico concetto di reddito differenziale (o economic profit) potesse spiegare un tale successo di marketing, da consentire che un intero palazzo di New York, con centinaia di addetti, potesse vantaggiosamente essere impiegato allo scopo*".⁸⁸

⁸⁸ Rivista: *La Valutazione delle Aziende*, n°40, Marzo 2006 pag 162

Capitolo Terzo

IL PROCESSO DI QUOTAZIONE E ALCUNE ANOMALIE CONNESSE ALL'ANDAMENTO DEI TITOLI DELLE SOCIETA' NEOQUOTATE

SOMMARIO: 1. Gli effetti sul sistema aziendale della quotazione in Borsa. – 2. Le condizioni di quotabilità delle aziende. – 3. I fattori che influenzano la decisione dell'ingresso in Borsa. 4. Il processo di preparazione di una IPO: fasi e timing dell'operazione. – 5. Finalità e interessi dei soggetti coinvolti nel processo di quotazione. – 6 Dalla determinazione del valore economico al prezzo di collocamento. – 7. Andamento del titolo nella fase successiva alla quotazione: underpricing e long run under performance.

1. Gli effetti sul sistema aziendale della quotazione in Borsa

La decisione di quotarsi è, come noto, portatrice di rilevanti cambiamenti all'interno del sistema aziendale⁸⁹ con riferimento a molteplici aspetti del suo assetto e della sua operatività; l'ingresso in borsa si configura infatti come un significativo momento di “discontinuità” per l'azienda, che induce considerevoli e talvolta radicali conseguenze.

La quotazione di un'azienda è, conseguentemente, una tematica suggestiva, poliedrica e ricca di spunti di riflessione, in quanto risulta evocativa di una pluralità di cambiamenti

⁸⁹ In merito alla natura sistemica delle aziende si vedano fra gli altri ZAPPA GINO (1937), *Il reddito d'impresa*, II edizione, Milano, Giuffrè; AMADUZZI ALDO (1963), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, II edizione, op.cit.; GIANNESSE EGIDIO (1960), *Le aziende di produzione originaria – Vol. 1 Le aziende agricole*, Pisa, Cursi; BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit.; FERRERO GIOVANNI (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano.

profondi che interessano l'azienda, i suoi uomini e l'ambiente esterno ⁹⁰ e che può essere pertanto approfondita all'interno di molti e differenti filoni di studio.

Si pensi, ad esempio, agli studi che assumono la prospettiva macroeconomica, quella dei mercati finanziari, della tecnica di borsa⁹¹, della finanza nonché quella giuridica.

Si tratta, tuttavia, di un argomento che è stato poco analizzato negli studi più propriamente economico-aziendali. In tale ambito, spesso non si va al di là dal considerare la quotazione come un evento che produce effetti di natura finanziaria.

Del resto è innegabile che l'accesso alla borsa comporti degli effetti in tal senso, in quanto l'azienda, quotandosi, si apre un nuovo canale di finanziamento, per certi versi alternativo a quello bancario ed alle risorse degli azionisti di controllo. La quotazione, infatti, comporta un "ribilanciamento" del rapporto azionista-proprietario e creditore prestatore, derivante dalla pari dignità delle due modalità di finanziamento aziendale che sempre più, in una moderna economia, dovrebbero rivelarsi interscambiabili. La decisione di quotarsi ha però, come detto, numerose e notevoli implicazioni per le aziende che vanno ben oltre gli aspetti finanziari⁹². Infatti i cambiamenti che conseguono all'ingresso in borsa di un'impresa riguardano anche gli aspetti sociali, organizzativi e competitivi della vita aziendale, nonché le caratteristiche del sistema ideologico-valoriale dell'azienda. Si pensi infatti, ad esempio, a come cambia solitamente il sistema di relazioni azienda-ambiente⁹³ in seguito alla quotazione, con l'ingresso nel sistema di interlocutori aziendali dell'Autorità di vigilanza sui mercati

⁹⁰ Giannessi definisce l'azienda come «una unità elementare dell'ordine economico-generale, dotata di vita propria e riflessa ... Le aziende, reciprocamente, nella lotta incessante che esse combattono contro le forze negative dell'ambiente ... e contro le forze disgregatrici interne, danno vita ad una serie di operazioni che influenzano la vita economica del paese imprimendo ad essa un indirizzo piuttosto che un altro». GIANNESSE EGIDIO (1979), *Appunti di economia aziendale*, Pacini Editore, Pisa, pagg. 11 e 13. Bertini ha affermato: «L'azienda del nostro tempo ... si differenzia ... dalle aziende del passato innanzi tutto per la più vasta apertura sociale che la pone in un rapporto dialettico costante e continuato con le altre componenti del sistema sociale. Pur non rinunciando al proprio ruolo fondamentale che resta legato alla produzione della ricchezza, essa ha via via esteso la propria sfera di interesse a problemi che, chiaramente, esorbitano dalla sfera economica». BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pagg. 47-48. In merito si veda anche CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, op.cit., pag. 11 e ss.

⁹¹ Anche Gino Zappa negli anni Trenta ha realizzato una pubblicazione sulla tecnica di borsa. Si veda ZAPPA GINO (1935), *Tecnica della speculazione di borsa*, Ravezzani Editore, Milano.

⁹² Si veda ad esempio PIVATO GIORGIO (1976), "La quotazione di borsa di aziende societarie", in *Banche e Banchieri*, n. 9, Settembre; SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", *Harvard Business Review*, September-October; LEARDINI CHIARA (2003), *L'economia della quotazione in Borsa. Profili economico-aziendali*, Cedam, Padova; DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, UK.

⁹³ Cfr. BERTINI UMBERTO (1976), *Il sistema d'azienda*, op.cit., pagg. 59 e ss.

finanziari (in Italia è la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - Consob), della società di gestione del mercato (la Borsa Italiana⁸ ad esempio), degli analisti finanziari, degli investitori istituzionali, delle agenzie di rating, dei piccoli risparmiatori e così via.

La quotazione impone inoltre, abitualmente, l'introduzione in azienda strutture organizzative nuove (ad esempio l'*investor relation* e l'*internal audit*), il miglioramento dei processi e delle strutture esistenti (il controllo di gestione, i sistemi di comunicazione ecc.), l'implementazione di regole di buona *governance* e così via. La prospettiva da assumere di fronte all'ipotesi di quotazione è dunque ben più ampia di quella finanziaria; investe complessivamente l'intera organizzazione aziendale, incidendo in modo profondo sulla "formula imprenditoriale"⁹⁴ operante e concorrendo a definire una nuova "formula".

L'ingresso in borsa costituisce dunque una scelta strategica di "riposizionamento"⁹⁵ dell'azienda rispetto a diversi mercati ed a diversi interlocutori, consentendo - e talvolta imponendo⁹⁶ - di individuare nuove configurazioni ideologico-valoriali, organizzative, competitive, reputazionali, sociali nonché finanziarie.

2. Le condizioni di quotabilità delle aziende

La quotazione in borsa, nei casi in cui sia portata a compimento, produce un rilevante cambiamento dell'assetto imprenditoriale e del modello gestionale dell'azienda. Non sorprende dunque rilevare che essa rappresenti un evento "eccezionale" e, dunque, che solo poche aziende, rispetto al variegato tessuto

economico-produttivo, decidano di accedere alla borsa.

Tuttavia il mercato mobiliare italiano risente storicamente di particolari carenze strutturali¹⁷ rispetto a quello degli altri principali paesi industrializzati, con una scarsa

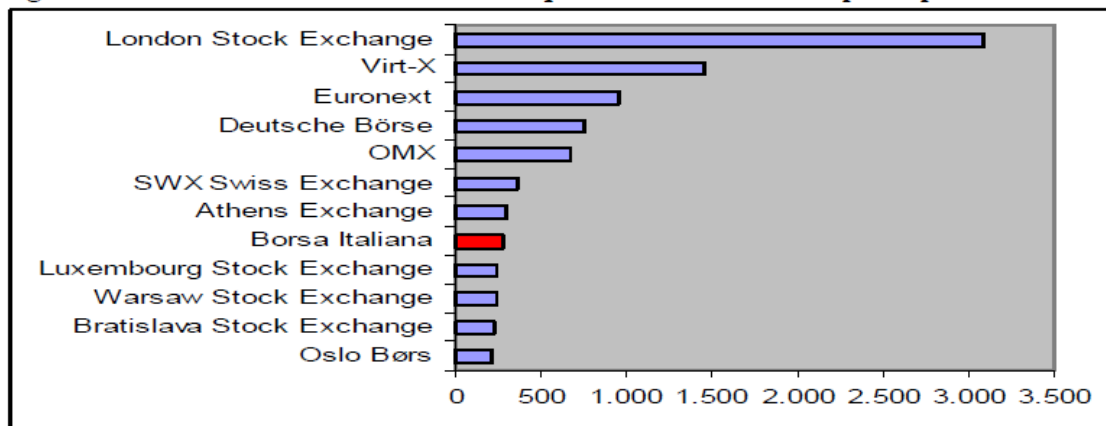
⁹⁴ Cfr. CODA VITTORIO (1984), "La valutazione della formula imprenditoriale", in *Sviluppo e Organizzazione*, n. 82.

⁹⁵ Gozzi afferma che i «comportamenti strategici di riposizionamento comportano ... l'introduzione di elementi di novità rispetto alla situazione di partenza. Essi sono volti infatti ad individuare nuove configurazioni rispetto a quelle ritenute ormai insoddisfacenti». GOZZI ANTONIO (1991), "Le strategie di riposizionamento" in CIBIN RENATO, GOZZI ANTONIO, *La valutazione delle strategie di riposizionamento*, Franco Angeli, Milano, pag. 22.

⁹⁶ Cfr. SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", *Harvard Business Review*, 1977

numerosità di aziende quotate rispetto alle altre principali piazze finanziarie europee (Figura 1) e mondiali.

Figura 1 – Numero di aziende con azioni quotate su alcune delle principali Borse europee



Fonte: Nostre elaborazioni su dati FESE, *Monthly Statistics*, January 2006

Negli ultimi tempi l'interesse dei vertici di medie e grandi aziende italiane nei confronti della quotazione è progressivamente cresciuto: la competizione, ormai globale, che le aziende si trovano ad affrontare anche sul mercato dei capitali, gli interventi correttivi per sanare alcune delle cause "esogene" delle carenze del mercato finanziario in Italia, nonché i rilevanti sforzi della società di gestione del mercato per migliorare le modalità e gli strumenti a disposizione delle imprese per accedere al mercato, sembrano aver significativamente contribuito ad avvicinare un crescente numero di aziende alla borsa. Tuttavia, negli ultimi anni in Italia sono state realizzate ancora poche nuove quotazioni rispetto a quanto è avvenuto in altri paesi europei quali la Gran Bretagna, la Germania e la Francia²² (Tabella 1). Numerose ricerche condotte di recente hanno rilevato l'esistenza in Italia di molte aziende "quotabili"⁹⁷, aziende dotate cioè, almeno formalmente, dei requisiti per poter accedere alla borsa valori.

⁹⁷ Cfr. FROVA SANDRO (1992), "Le imprese private quotabili. Principali caratteristiche del campione analizzato", in MASSARI MARIO (a cura di), *Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia*, Milano, Il Sole 24 ore Libri; FABRIZIO STEFANO (1998), "Le prospettive di crescita del mercato azionario italiano", in *Rivista AIAF*, n. 27, luglio; PELLIZZONI ENRICO (2002), "Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa", in *BitNotes*, n. 6, Dicembre; FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), "La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane", *Bitnotes*, n. 7, Febbraio; MEDIOBANCA – UNIONCAMERE (2006), *Le medie imprese industriali italiane (1996-2003)*

Tabella 1 – Numero di nuove quotazioni mediante *Initial Public Offerings* (IPOs) in Europa

Mercato	2001	2002	2003	2004	2005	2001-2005
Borsa Italiana	20	8	5	8	15	56
Deutsche Börse	25	6	1	5	43	80
Euronext	52	32	29	48	65	226
London Stock Exchange	137	91	94	305	354	981
Madrid Stock Exchange	3	2	2	3	1	11
Oslo Børs	13	5	3	2	30	53
Stockholm Stock Exchange	26	10	3	5	8	52
Swiss Stock Exchange	8	5	2	4	10	29
Wiener Stock Exchange	6	3	6	1	7	23

Fonte: Nostre elaborazioni su dati PricewaterhouseCoopers, *Ipo Watch Europe*, 2001-2005

Per individuare le potenzialità di crescita del mercato di Borsa nel nostro Paese, i requisiti di “quotabilità” sono stati definiti nel tempo in modo diverso: in primo luogo, facendo riferimento ai requisiti di ammissione, “formali” e “sostanziali”, previsti dalle autorità di vigilanza o dalla società di gestione del mercato e, in secondo luogo, guardando anche alle caratteristiche delle aziende che si sono quotate più di recente, per aggiungere qualche ulteriore parametro “effettivo” in grado di meglio definire il bacino di aziende che potenzialmente potrebbero accedere alla Borsa. Le aziende possono scegliere di quotare le proprie azioni su diversi mercati esistenti in Italia oppure in altri Paesi, a seconda delle caratteristiche dell’azienda stessa e degli strumenti finanziari oggetto di quotazione⁹⁸.

I requisiti *formali* sono attribuiti “ufficiali”, necessari per la quotazione, stabiliti dalla Società di gestione del mercato nei suoi regolamenti e specifici per ogni mercato e per ogni strumento finanziario. Per ottenere l’ammissione alla quotazione sul segmento *Standard* di Borsa Italiana, ad esempio, le società emittenti e le relative azioni devono possedere i seguenti requisiti formali:

⁹⁸ Cfr. PAGANO MARCO, RÖELL AILSA, ZECHNER JOSEF (2001), “The Geography of equity listing: why do companies list abroad?”, CEPR Discussion Paper, n. 2681, January; CORVIN SHANE A., HARRIS JEFFREY H. (2001), “The Initial Listing Decision of Firms that Go Public”, *Financial Management*, Spring; SUN LAIXIANG, TOBIN DAMIAN (2005), “International Listing as a Mechanism of Commitment to More Credible Corporate Governance Practices: the case of the Bank of China (Hong Kong)”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, Number 1, January.

- pubblicazione e deposito dei bilanci, anche consolidati, degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo corredato di un giudizio della società di revisione. L'ammissione alla quotazione non può essere disposta se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo ovvero si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio;
- capacità di generare ricavi in situazione di autonomia gestionale, per cui non è possibile la quotazione delle cosiddette "scatole cinesi", di aziende cioè il cui attivo di bilancio o i cui ricavi siano rappresentati in misura preponderante dall'investimento o dai risultati dell'investimento in un'azienda le cui azioni siano state ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato;
- conferimento dell'incarico di revisione ad una società di revisione iscritta nell'albo della Consob;
- capitalizzazione di mercato delle azioni prevedibile pari almeno a 40 milioni di euro, derogabile qualora si ritenga che comunque per tali azioni si formerà un mercato di sufficiente spessore;
- sufficiente diffusione delle azioni, che si presume venga realizzata se vi sia un flottante di almeno il 25% del capitale.

Negli ultimi anni l'attenzione riservata alle piccole e medie imprese, asse portante del tessuto economico italiano, e la volontà di incentivarne la quotazione, ha spinto la Borsa Italiana a delineare alcuni mercati e segmenti *ad hoc* per tali realtà⁹⁹.

Ad esempio, è stato istituito il Segmento STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti), dedicato alle aziende di media dimensione³⁶ che volessero distinguersi sul mercato finanziario per una superiore trasparenza informativa, liquidità ed adeguatezza della propria

⁹⁹ Si fa riferimento in particolare al Segmento Titoli ad Alti Requisiti (STAR) e Standard del Mercato Telematico Azionario e del MTAX ed il Mercato Expandi. Il Mercato Expandi, infine, è stato istituito nel novembre 2003 ed ha portato alla profonda revisione del Mercato Ristretto. Gli obiettivi dell'istituzione di Expandi sono stati «da un lato, di dare impulso alla quotazione delle piccole imprese, asse portante dell'economia del nostro paese, consentendo loro di trovare un mercato caratterizzato da requisiti di ammissione più semplici e da un processo di quotazione più agile. Dall'altro, quello di agevolare imprese anche di dimensioni maggiori nell'avvicinarsi al mercato finanziario ed eventualmente prepararsi alla quotazione su altri mercati». Comunicato stampa di Borsa Italiana del 2.11.2003. A partire dal 19 settembre 2005 è diventata operativa la nuova articolazione dei mercati azionari di Borsa Italiana, con la finalità di definire una struttura dei mercati più omogenea. In tale occasione il Nuovo Mercato è stato rinominato MTAX ed ha acquisito la stessa organizzazione in segmenti di mercato che già prevedeva l'MTA (Blue Chips, STAR e Ordinario), la medesima regolamentazione e le stesse modalità di negoziazione.

governance alle *best practice*. Per essere ammesse in tale segmento e mantenerne la qualifica, le aziende e le rispettive azioni devono presentare però specifici requisiti aggiuntivi rispetto a quelli appena elencati per il segmento *Standard*. La ricerca di una maggiore visibilità e di elementi distintivi sembra spingere molte aziende verso la quotazione sul Segmento STAR nonostante la maggiore “onerosità” che tale scelta inevitabilmente comporta¹⁰⁰.

Allo stesso modo, per le aziende di dimensione minore che vogliono quotarsi riducendo al minimo i costi ed i tempi del processo di ammissione è stato invece istituito il mercato Expandi, in cui i requisiti di accesso e di permanenza sono notevolmente ridotti rispetto alle condizioni standard previste dalla Borsa Italiana (Figura 2).

Figura 2 – I requisiti richiesti per quotarsi su Blue chips, STAR ed Expandi

	BLUE CHIP	STAR	EXPANDI
Flottante ingresso	25%	35%	10% (ma almeno 750.000 € market cap)
Bilanci con revisione	3	3	3
Dimensione	Cap min. €40 m	Cap min. €40 , max €1000 m	Capitalizzaz. min €1 m
Cda amm. non esecutivi ed indipendenti	Raccomandato (Codice di Autodisciplina)	Obbligatorio (N° da regolamento)	NO
Comitato di controllo interno	Raccomandato (Codice di Autodisciplina)	Obbligatorio (maggioranza indipendenti)	NO
Comitato remunerazione	Raccomandato (Codice di Autodisciplina)	Obbligatorio (0 % significativa remunerazione e correlata ad obiettivi)	NO
Pubblicazione dati trimestrali	Obbligatoria (IQ, IH, IIIQ, annuale ex Consob)	Obbligatoria (entro 45 gg - no deroga Consob)	NO
Investor Relation manager	Raccomandato	Obbligatorio (figura professionale qualificata)	NO
Sito	Raccomandato	Obbligatorio	NO
Informazioni contabili italiano/inglese	Raccomandato	Obbligatorie	NO
Presenza dello Specialista (liquidità)	NO	SI	NO
Track Record di bilancio	NO	SI: Risultato ordinario positivo	SI: utile netto positivo e PFN/MOL < 4

Fonte: Borsa Italiana, aprile 2006

Le aziende che vogliono quotarsi in Italia hanno dunque a disposizione diverse alternative a seconda delle proprie caratteristiche e delle proprie esigenze di posizionamento

¹⁰⁰ Nel 2006, ad esempio, molte IPO hanno interessato aziende che hanno scelto lo STAR; fra queste citiamo ad esempio Polynt, Elica, Poltrona Frau, Cobra, Ascopiave, Bolzoni-Auramo

in termini di visibilità, liquidità, trasparenza ecc. I requisiti *sostanziali*, invece, sono secondo Borsa Italiana “elementi caratteristici di una società” necessari «perché la quotazione dei propri strumenti finanziari sia potenzialmente un’operazione di successo»; tali requisiti, che tutte le aziende dovrebbero avere a prescindere dal mercato o dal segmento di quotazione, per le valutazioni di Borsa Italiana, si sostanziano nella sussistenza di:

- prospettive di crescita;
- contabilità ed assetto societario trasparenti;
- management qualificato e motivato;
- un *investor relator*¹⁰¹ interno alla società.

La verifica da parte di Borsa Italiana del possesso dei requisiti *sostanziali* di quotabilità deve essere effettuata pertanto mediante valutazioni accurate, che vadano ben oltre gli aspetti formali e quantitativi, concentrandosi prevalentemente sugli aspetti “qualitativi” di tipo strategico-aziendale. Per valutare le prospettive di crescita dell’azienda occorrerà infatti studiarne il settore di attività (forze competitive, tassi di crescita, quote di mercato ecc.) ed il posizionamento, il possesso di un vantaggio competitivo e la sua sostenibilità e così via⁴¹. Per apprezzare la qualità del management non sarà sufficiente guardare il curriculum, ma saranno necessari confronti diretti, l’analisi della credibilità acquisita sul mercato ecc. Per stabilire se la contabilità e l’assetto societario sono “trasparenti” occorrerà guardare anche alle regole di *governance* aziendale, alla composizione degli organi di vertice e di controllo ed alla veridicità delle informazioni sociali pubblicate nei documenti contabili.

Inoltre, come ha affermato Bertini «il sistema aziendale delle idee ha un peso determinante nella formazione dei risultati della gestione; per cui in sede di determinazione del valore dell’azienda, è opportuno non limitarsi alla conoscenza dei “risultati”, anche se questi incorporano operazioni, decisioni e idee, ma avere più ampio e chiaro possibile il quadro di riferimento del sistema delle idee, unico vero “responsabile” degli accadimenti aziendali»¹⁰².

¹⁰¹ Sul tema dell’investor relation si veda fra gli altri CORVI ELISABETTA (2000), *Comunicazione d’impresa e investor relation: la gestione della comunicazione economico finanziaria*, EGEA, Milano.

¹⁰² BERTINI UMBERTO (1995), *Scritti di Politica Aziendale*, IIIa edizione ampliata, Giappichelli, Torino, pag. 23. Il Coda parla in proposito di Orientamento Strategico di Fondo (OSF) dell’azienda affermando che esso è «la sua identità “profonda” o, se si preferisce, la parte nascosta e invisibile del suo disegno strategico, che sta al di sotto delle scelte concrete esplicitatisi nel profilo strategico visibile. ... L’OSF è un insieme di idee radicate negli

Dunque la valutazione del possesso dei requisiti sostanziali si rivela l'aspetto maggiormente complesso dell'analisi di quotabilità di un'azienda, in quanto richiede la fattiva collaborazione degli uomini d'azienda, l'accesso ad informazioni solitamente coperte da stretto riserbo ed una capacità di analisi lungimirante, sorretta dalla profonda conoscenza del settore di attività dell'azienda. Le Istituzioni coinvolte nel processo di quotazione sono pertanto responsabili, in particolare, del processo di verifica del possesso dei requisiti sostanziali da parte dell'azienda quotanda.

A conferma della estrema difficoltà di valutare gli aspetti "sostanziali" basandosi solo su informazioni pubbliche e di tipo quantitativo gli studi empirici condotti sulle aziende quotabili si sono concentrati prevalentemente sulla verifica del possesso di requisiti "formali". Fra le indagini empiriche condotte negli ultimi anni¹⁰³ si cita uno studio pubblicato nel

attori-chiave dell'impresa e, nelle aziende a cultura forte e coesiva, anche nel personale tutto, nella struttura e nei meccanismi operativi. E queste idee possono avere radici così profonde nella cultura di determinati soggetti e dell'impresa da essere operanti per così dire a livello inconscio. Il che accresce l'impressione di trovarsi di fronte ad una variabile sfuggente, anche se per questo non meno reale». L'Autore sottolinea poi che l'OSF consta di tre elementi che chiariscono dove, perché e come essere impresa e che sono appunto il campo di attività cui l'impresa si ritiene vocata, la filosofia gestionale e organizzativa e i fini e obiettivi di fondo. CODA VITTORIO (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, op.cit., pag. 25 e ss.

¹⁰³ Il primo studio rilevante sulle aziende "quotabili" in Italia, realizzato a cura di Mario Massari da Sandro Frova, e pubblicato nel 1992, è stato voluto dal Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano. Il campione di aziende "quotabili" è stato individuato partendo dal database della Centrale dei Bilanci per gli anni 1987, 1988, 1989 e 1990 - selezionando le sole aziende operanti nei settori della trasformazione industriale, del commercio e dei servizi - ed imponendo i criteri indicati dal Regolamento della Consob, Autorità preposta, come già ricordato, sino al 1998 - con l'approvazione del Testo Unico per la Finanza - a decidere in merito alla quotazione delle società che ne facevano richiesta. I parametri considerati sono stati in particolare il fatturato, l'attivo netto, il numero dei dipendenti, il risultato operativo, la capitalizzazione presunta. Il principale limite della ricerca deriva tuttavia, come sottolineato dagli Autori stessi, dalla indisponibilità dei dati relativi ai bilanci consolidati delle aziende oggetto di indagine. Dallo studio di Frova è emerso un complesso di 2.147 aziende private quotabili al mercato ufficiale o al mercato ristretto. Cfr. FROVA SANDRO (1992), *Le imprese private quotabili. Principali caratteristiche del campione analizzato*, op.cit., pagg. 29-126. Nel 1998 Stefano Fabrizio ha realizzato una nuova indagine sulle aziende quotabili. La ricerca ha preso in esame le società per azioni industriali italiane che nel 1995 risultavano non quotate. In questo caso i dati sono stati ricavati dalle banche dati Bureau van Dijk e Cerved oltre a Centrale dei bilanci; i parametri presi in considerazione sono stati i seguenti:

- Patrimonio netto superiore a 30 miliardi di lire nel 1995;
- Fatturato superiore a 50 miliardi di lire nel 1995.

Sono state inoltre escluse le società controllate dallo Stato, le filiali o controllate da società estere, le società facenti parte di gruppi in cui risultavano presenti aziende già quotate, le società italiane già quotate in mercati esteri, le società che in passato erano state quotate ed avevano poi optato per il *delisting*.

A conclusione della sua ricerca empirica, Fabrizio affermava che "si può stimare un numero di circa 500 società quotabili; si tratta, prevalentemente, di imprese medio-piccole ... Una valorizzazione di queste società ai rapporti di fine 1997 tra valore di mercato e patrimonio netto delle società quotate, fa apparire un potenziale di sviluppo della borsa italiana stimabile nell'ordine di 150.000 miliardi". Cfr. FABRIZIO STEFANO (1998), "Le prospettive di crescita del mercato azionario italiano", op.cit..

dicembre 2002, dall'ufficio *Research & Development* della Borsa Italiana, che ha delineato l'esistenza di circa 1.200 aziende "quotabili", delle quali è stata stimata anche la capitalizzazione presunta.

Dagli studi realizzati negli ultimi anni in Italia sono dunque evidenti le potenzialità di crescita della borsa. Evidentemente però il possesso di requisiti di "quotabilità" e l'aver attivato un processo di valutazione dell'opzione della quotazione non implica poi l'effettivo ingresso sul mercato¹⁰⁴, né tantomeno la "sostanziale opportunità" di quotarsi e la capacità di valutarne in modo adeguato le implicazioni. Tuttavia è interessante notare che numerose aziende, anche se in numero non ancora significativo, prendono almeno in considerazione, attivando un processo valutativo, tale opzione. La constatazione di un sostanziale sottodimensionamento del listino italiano in rapporto alle presunte imprese "quotabili", unita alle ulteriori risultanze delle indagini empiriche condotte, ha spinto alcuni Autori a riflettere non solo sulle potenzialità di crescita del listino, ma anche, come vedremo nel prossimo paragrafo, sui "fattori" che costituiscono uno stimolo oppure un deterrente per la quotazione delle aziende italiane in Borsa.

Il campione, anche in questo caso, è stato definito partendo dal database della Centrale dei Bilanci con l'obiettivo, in primo luogo, di fare una stima delle società italiane, industriali e di servizi non finanziari, con caratteristiche strutturali tali da renderle, almeno in teoria, idonee alla quotazione e, secondariamente, definire gli spazi di crescita del mercato azionario. Dal campione sono state escluse le società immobiliari, finanziarie, di leasing e le holding finanziarie. Sono state invece incluse le società per azioni, con fatturato nel 2000 pari ad almeno 50 milioni di euro, con almeno 50 dipendenti e con una redditività operativa, misurata in termini di margine operativo lordo, positiva, in termini assoluti, in almeno uno dei tre bilanci analizzati (1998, 1999 e 2000). I criteri usati in questa indagine risultavano più stringenti rispetto alle soglie definite nei regolamenti di Borsa Italiana. I criteri dimensionali sono stati infatti definiti guardando piuttosto alle società quotate più di recente, ed in particolare negli ultimi tre anni. Inoltre sono state escluse anche le società parte di gruppi esteri, quotati e non, ad eccezione dei casi in cui l'azienda avesse attività operative pressoché basate in Italia e la capogruppo estera avesse solamente finalità di controllo. In questi casi è stata inclusa nel campione la principale società operativa italiana del gruppo. Nel caso invece di aziende facenti parte di gruppi non quotati è stata considerata solo la società capogruppo, utilizzando i dati tratti dal bilancio consolidato. È stata inoltre aggiunta una ulteriore condizione per l'inserimento nel campione: l'indipendenza da altre società o gruppi italiani già quotati, al fine di eliminare le ipotesi di quotazione rientranti nei cosiddetti *carve outs* (Pagano, Panetta e Zingales definiscono i *carve outs* come "the listing ... of subsidiaries of publicly traded companies". PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol. LIII, no. 1, February, pag. 32). Cfr. PELLIZZONI ENRICO (2002), "Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa".

¹⁰⁴ Cfr. BOEHMER EKKEHART, LJUNGQVIST ALEXANDER P. (2001), "The choice of outside equity: An explanatory analysis of privately held firms", mimeo, draft April 11.

3. I fattori che condizionano la decisione dell'ingresso in Borsa

Lo studio dei “fattori” che possono spingere il soggetto economico dell’azienda a formulare e poi a valutare la possibilità di quotazione muove dalla volontà di definire le “determinanti dell’ingresso in borsa” e, conseguentemente, di capire perché in alcuni contesti, ad esempio in Italia, solo raramente gli imprenditori scelgono di accedere al mercato azionario. Vista la rilevanza della tematica non sorprende che siano numerosi gli studi condotti in merito a livello internazionale. I “fattori” che influenzano la decisione di quotarsi, incentivandola o scoraggiandola, sono “variabili” che individuano le caratteristiche sia delle aziende sia dell’ambiente in cui esse operano e che possono indurre o dissuadere tale decisione.

Tali “fattori” sono molteplici e “spingono” verso direzioni opposte; l’avvio del percorso valutativo dipenderà dunque dalla rilevanza degli elementi che favoriscono la scelta della quotazione e, successivamente, la decisione finale sarà auspicabilmente adottata a seguito di un’accurata valutazione congiunta di una pluralità di elementi.

In effetti, la casistica degli elementi condizionanti la decisione di ingresso in borsa da parte delle aziende è molto estesa e risulta di estrema complessità (e di sostanziale impossibilità) la definizione di un elenco esaustivo¹⁰⁵.

Spesso, inoltre, le decisioni sull’opportunità di procedere alla quotazione vengono assunte esclusivamente sulla base di elementi “soggettivi”, di idee e convincimenti propri del soggetto decisore¹⁰⁶, quali ad esempio il timore di perdere la *leadership*, la paura del

¹⁰⁵ Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, op.cit, pag. 4. È necessario inoltre segnalare che, per quanto l’analisi dei fattori determinanti fornisca interessanti spunti di riflessione in merito alle motivazioni che inducono le aziende a quotarsi, nella valutazione della validità delle risultanze delle indagini empiriche condotte mediante questionario ed interviste dirette non si può non tener conto del fatto che esse scontano un grosso limite intrinseco: le dichiarazioni prese in esame sono soggette alla “discrezionalità” del soggetto intervistato - sia esso l’imprenditore, l’amministratore delegato, il presidente, l’investor relator e così via - e possono pertanto non corrispondere alle “reali” determinanti della decisione strategica.

¹⁰⁶ Cfr. SIMON HERBERT A (1985), *Causalità, razionalità, organizzazione*, Bologna, Il Mulino. La Miolo Vitali afferma in proposito: «Nella *logica ottimizzante* si accetta l’assunzione fatta nella teoria classica dell’impresa di un imprenditore onnisciente, razionale e che massimizza i profitti; [...] Allora nel giudizio impostato in termini di razionalità assoluta si assume che il soggetto preposto alle scelte sia in grado, a priori, di definire perfettamente la situazione decisionale e il processo si svolga con una sequenza del tipo: 1. definizione degli obiettivi; 2. analisi di tutte le alternative possibili per il raggiungimento degli obiettivi posti; 3. valutazione delle conseguenze future derivanti da ogni alternativa; 4. scelta dell’alternativa che ottimizza il risultato per il

cambiamento, la sfiducia nell'opera degli *advisor*, la volontà di acquisire maggiore visibilità e prestigio e così via)¹⁰⁷.

Fra gli schemi di analisi proposti in dottrina citiamo ad esempio quello di Ravasi, che ha individuato quattro fattori in grado di influenzare la decisione delle aziende di entrare in borsa: la dimensione strategica, la dimensione opportunistica, la dimensione finanziaria e la dimensione istituzionale¹⁰⁸.

Secondo lo schema di Ravasi il primo fattore, la dimensione strategica, concerne la volontà di aumentare la visibilità aziendale rispetto ai diversi interlocutori, al fine di costruire una serie di relazioni utili allo sviluppo futuro (facilitare la crescita esterna, agevolare l'allacciamento di alleanze strategiche, migliorare l'immagine dell'impresa e accrescere la visibilità dell'impresa). La dimensione opportunistica si riferisce invece alle condizioni favorevoli del contesto ambientale per spiegare la decisione di quotazione per beneficiare di agevolazioni finanziarie, per consentire l'uscita da parte dei soci, per sfruttare l'andamento favorevole della borsa - esulando dai benefici diretti per l'impresa. Il terzo fattore citato da Ravasi, la dimensione finanziaria, è quello tradizionalmente associato alla decisione di quotarsi in borsa, con riferimento alla possibilità di finanziare lo sviluppo, di riequilibrare la posizione finanziaria e di diversificare le fonti di finanziamento, acquisendo una maggiore autonomia dal sistema bancario. Infine, il quarto ed ultimo fattore, la dimensione istituzionale, si riferisce alla volontà e necessità di avviare un cambiamento nella governante aziendale, da

raggiungimento degli obiettivi posti." E ancora "L'osservazione della realtà ha dimostrato che il soggetto non può essere costituito da individui onniscienti, ma che tali individui, pur comportandosi in modo razionale sono di fatto sottoposti a limitazioni. Si è rilevato che queste sono dovute ad una conoscenza incompleta delle alternative o possibili linee di azione; una limitata capacità prospettica in merito ai possibili stati assumibili dall'ambiente in un futuro più o meno lontano; una conoscenza limitata delle conseguenze di ciascuna alternativa al verificarsi di questo o quello stato ambientale. [...] Occorre osservare, inoltre, che la definizione del sistema di obiettivi dipende dalle aspettative di tutti i soggetti interni ed esterni». MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, Giappichelli, Torino, pagg. 52-54.

¹⁰⁷ Scrive il Bertini: «È nostro fermo convincimento che la migliore spiegazione della dinamica aziendale, più che nella "realtà" dei fatti che contraddistinguono le operazioni gestionali, possa essere ricercata nelle "condizioni soggettive" che sovrintendono a tali operazioni e, quindi, in definitiva, nelle "astrazioni" poste a fondamento delle idee che alimentano il sistema delle decisioni». BERTINI UMBERTO (1995), *Scritti di Politica Aziendale*, op.cit., pag. 14. In merito all'analisi soggettiva del fenomeno aziendale si veda FERRARIS FRANCESCHI ROSELLA (1995), *L'azienda: forme, aspetti, caratteri e criteri distintivi* in CAVALIERI ENRICO, FRANCESCHI ROSELLA, RANALLI FRANCESCO, *Appunti di Economia aziendale*, op.cit., pagg. 25/26; BIANCHI MARTINI SILVIO (2001), *Idee e strategia: modelli di analisi e schemi interpretativi dell'azienda-pensiero*, Pisa, Il Borghetto, pagg. 9 e ss.

¹⁰⁸ Cfr. RAVASI DAVIDE (2002), "La quotazione in borsa delle imprese familiari" in RAVASI DAVIDE, ZATTONI ALESSANDRO, BRUNI MASSIMILIANO, *Gruppi di imprese, quotazioni e privatizzazioni. La discontinuità negli assetti istituzionali*, EGEA, Milano.

un lato sostenendo la managerializzazione e dall'altro diminuendo il peso della famiglia imprenditoriale nella gestione aziendale, anche in vista del passaggio generazionale.

Un ulteriore schema, utile per semplificare l'attività di analisi, da noi proposto, suddivide i "fattori determinanti" della decisione sull'opportunità di quotarsi in "favorenti" e "ostativi" – a seconda che incentivino o scoraggino la decisione di quotarsi in borsa¹⁰⁹ - ed in "esogeni" ed "endogeni"¹¹⁰ (Tabella 2).

Tabella 2 – I fattori determinanti della decisione sull'opportunità della quotazione: uno schema di analisi

FATTORI	ESOGENI	ENDOGENI
FAVORENTI	Opportunità regolamentari, normative e fiscali che possono favorire la decisione della quotazione	Caratteristiche delle aziende che possono favorire la scelta la decisione della quotazione
OSTATIVI	Vincoli regolamentari, normativi e fiscali che possono scoraggiare la decisione della quotazione	Caratteristiche delle aziende che possono scoraggiare la scelta la decisione della quotazione

I fattori "endogeni" fanno riferimento alle caratteristiche delle aziende che possono influenzare la scelta di quotarsi, mentre i fattori "esogeni" sono riconducibili all'esistenza di opportunità o di vincoli regolamentari, normativi e fiscali (fattori "istituzionali") oppure "competitivi" (il settore, il grado di concorrenza e così via) che possono favorire o limitare la "convenienza" di procedere alla quotazione. Fra questi ultimi è possibile citare, ad esempio, l'esistenza di alcune deficienze nel funzionamento delle borse valori¹¹¹ oppure una forte

¹⁰⁹ Cfr. MARANGONI ALESSANDRO (1989), "Caratteristiche e struttura dell'offerta di titoli emessi da P.M.I." in GILARDONI ANDREA (a cura di), *Un nuovo mercato mobiliare per piccole e medie imprese*, EGEA, Milano, pagg. 51 e ss.

¹¹⁰ Jovenitti, facendo riferimento più in generale al ricorso alla "finanza mobiliare" - definita come «quell'area dell'economia aziendale e, più in particolare, della finanza aziendale, che riguarda la problematica inerente la raccolta di risorse finanziarie tramite il ricorso ai titoli mobiliari. Ciò comprende: il ricorso diretto, mediante la emissione di nuovi titoli mobiliari ..., il ricorso indiretto, mediante l'utilizzo di titoli mobiliari già emessi, la realizzazione di operazioni preparatorie e/o agevolative delle prime» - distingue "motivi" e "vincoli" al ricorso alla "finanza mobiliare" in quelli "di mercato", "aziendali" e "normativi". Cfr. JOVENITTI PAOLO (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., paragrafi 1.3-1.4, pagg. 11 e ss.

¹¹¹ Cfr. JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), "The Life Cycle of Initial Public Offering Firms", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, 9-10, Nov./Dic.; SUBRAHMANYAM AVANIDHAR, TITMAN SHERIDAN (1999), "The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets", *The Journal of Finance*, Vol. 54, n. 3; DRAHO JASON (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, op.cit., pagg. 110 e ss. Chemmanur e Fulghieri hanno rilevato che «in many European countries, the number of financial intermediaries engaged in working with and producing information about companies, especially about smaller ones, is significantly lower than in the United States. Therefore the cost to investors of evaluating firms

competizione nel settore di attività che richiede di mantenere una maggior riservatezza in merito alle strategie “operanti” o “intenzionali”, può scoraggiare l’accesso al mercato di borsa¹¹².

Si pensi, inoltre, all’ampio dibattito che si è sviluppato in seguito all’emanazione negli Stati Uniti del Sarbanes-Oxley Act, che ha notevolmente incrementato gli oneri associati alle esigenze di garantire la trasparenza informativa ed il rispetto delle regole di corporate *governance* che gravano obbligatoriamente sulle aziende quotate¹¹³.

Tale inasprimento della regolamentazione sembra tendere a scoraggiare nuove quotazioni nonché a favorire il *delisting* di alcune aziende. Numerosi studi comparativi sono stati realizzati proprio con la finalità di individuare le motivazioni “esogene” alle aziende che sono alla base del diverso sviluppo dei mercati finanziari.¹¹⁴

Un recente studio di Paleari, Pellizzoni e Vismara si è occupato di identificare alcune delle determinanti della scarsa propensione delle aziende italiane alla quotazione in borsa, confrontando le IPO di aziende domestiche avvenute nel nostro Paese nel periodo 1995-1999 con quelle avvenute nel medesimo arco temporale nel Regno Unito, sia nel mercato principale sia nell’Alternative Investment Market (AIM). Gli Autori hanno rilevato che lo scarso numero di aziende quotate in Italia rispetto al Regno Unito non può essere giustificato esclusivamente

of any given age will be larger in such economies than in the United States. Consequently, our model predicts that, on average, firms in these European countries will go public at a much larger age compared to those in United States» CHEMMANUR THOMAS J., FULGHIERI PAOLO (1999), “A Theory of the Going-Public Decision”, op.cit., pag. 271.

¹¹² Cfr. YOSHA OVED (1995), “Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source”, Journal of Financial Intermediation, n. 4; MAUG ERNST (2001), “Ownership Structure and the Life- Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to Go Public”, op.cit.

¹¹³ HARTMAN THOMAS E. (2004), The Cost of Being Public in the Era of Sarbanes-Oxley, National Directors Institute, Foley & Lardner LLP, May 19; CAMMARATA STEFANIA (2002), “Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi”, Archivio CERADI, Dicembre.

¹¹⁴ Cfr. RÖELL AILSA (1996), “The decision to go public: An overview”, European Economic Review, n. 40; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER (1997), “Legal determinants of external finance”, The Journal of Finance, Vol. 52, n. 3, January; PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, op.cit.; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER (1999), “Corporate Ownership Around the World”, The Journal of Finance, Vol. LIV, n. 2, April; SUBRAHMANYAM AVANIDHAR, TITMAN SHERIDAN (1999), “The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets”, op.cit.; RITTER JAY R. (2003), “Differences between European and American IPO Market”, European Financial Management, Vol. 9, N. 4; ROE MARK J. (2004), La public company e i suoi nemici. Determinanti politiche del governo d’impresa, Il Sole 24 ore, Milano; J. HELWEGE, C. PIRINSKY, R.M. STULZ (2005), “Why do Firms become widely held? An analysis of the Dynamics of Corporate Ownership”, NBER Working Paper, n. 11505, July; LA ROCCA TIZIANA (2006), “Sistema finanziario, assetto istituzionale e propensione alla quotazione”, Economia & Management, n. 3.

dalla minore dimensione media delle aziende italiane. Hanno perciò indagato altre “caratteristiche” delle aziende prima della quotazione, in particolare il settore di attività, la struttura proprietaria e le metodologie di offerta delle azioni rivolte agli investitori. Lo studio ha così rivelato che le IPO italiane vengono realizzate da aziende che operano nel settore dei servizi con una frequenza minore rispetto al Regno Unito; inoltre vi sono altri settori importanti per il tessuto economico italiano, quali l’industria alimentare e quella dei macchinari, che non sono adeguatamente “rappresentati” dai casi di IPO avvenuti nel quinquennio oggetto di analisi.

Le quotazioni in Italia e nell’AIM, osserva ancora lo studio, non sono generalmente utilizzate come veicolo per trasferire il controllo dell’azienda; in particolare per l’AIM è possibile affermare che la quotazione sia decisa principalmente per finanziare lo sviluppo, dato confermato anche dalla circostanza che il leverage, cioè il rapporto fra debiti finanziari netti e patrimonio netto, non diminuisce con la quotazione, bensì aumenta nei tre anni successivi l’ingresso in borsa. Il lavoro di Paleari, Pellizzoni e Vismara, inoltre, conferma per le aziende neo quotate italiane e del mercato principale britannico quanto già rilevato in numerose altre ricerche empiriche circa il calo di profittabilità nel periodo che segue la quotazione. Infine altri due fenomeni differenziano l’Italia ed il Regno Unito: il fenomeno del delisting risulta molto più frequente nel Regno Unito ed inoltre le aziende britanniche ricorrono con maggior assiduità alla metodologia del placing per quotarsi; tale metodologia implica una maggior attenzione degli intermediari nella definizione del prezzo di offerta e, poiché si assumono in proprio il rischio di un mancato successo dell’operazione, anche una più intensa cura nella valutazione dell’azienda quotanda.¹¹⁵

Fra i fattori “esogeni ostativi” è opportuno menzionare anche l’esistenza di “regole”, applicabili esclusivamente alle aziende quotate o comunque aperte al pubblico, che implicano per le stesse il dover sostenere degli oneri diversi e aggiuntivi rispetto alle altre aziende “concorrenti” ma non quotate e che, non sempre, sono compensati da evidenti benefici per chi si quota. Ad esempio, l’obbligo di utilizzare principi contabili diversi per le aziende quotate rispetto a quelle non quotate influenza inevitabilmente la valutazione della convenienza della quotazione in borsa, innanzitutto in quanto richiede di adeguare il sistema contabile

¹¹⁵ Cfr. PALEARI STEFANO, PELLIZZONI ENRICO, VISMARA SILVIO (2005), “A comparative study of Initial Public Offerings in Italy and the United Kingdom”, *Bitnotes*, n. 15, December

dell'azienda e del gruppo di cui essa è parte, sostenendo costi rilevanti per gestire il processo di cambiamento.

A ciò occorre inoltre aggiungere che l'esigenza, imposta dall'ingresso in borsa, di garantire una maggior trasparenza contabile implica, di fatto, una riduzione degli spazi per l'elusione e l'evasione fiscale. In proposito uno studio di Giudici e Paleari ha rilevato, con riferimento alle nuove quotazioni realizzate in Italia negli anni 1995-1997, che una temporanea diminuzione della tassazione per le aziende che si quotano ha implicato uno stimolo alla quotazione; tuttavia, gli Autori hanno evidenziato come l'aumento del reddito tassabile indotto dalla ¹¹⁶ maggior trasparenza contabile e dal calo di costi deducibili per la riduzione dell'indebitamento o di una favorevole rinegoziazione dei prestiti, compensi pienamente gli effetti della riduzione delle aliquote.

Fra i fattori "esogeni" che possono influenzare la quotazione è possibile rilevare anche l'apprezzamento da parte del mercato finanziario di aziende già quotate che operano nello stesso settore dell'azienda che intende quotarsi. Si può infatti supporre che l'andamento in generale del mercato di borsa¹¹⁷ e, più in particolare l'esistenza di valutazioni di aziende operanti nel medesimo settore¹¹⁸, espresse dai prezzi di borsa, superiori o inferiori a quelle ritenute adeguate, possa favorire o scoraggiare la quotazione di nuove aziende.

Gli studi empirici condotti per studiare le determinanti della quotazione in borsa si dividono in studi ex-ante e studi ex-post, a seconda che indagano rispettivamente aziende non ancora quotate oppure società già quotate. Fra gli studi ex-ante si cita un recente studio, che ha cercato di comprendere quali siano i fattori "determinanti" della quotazione guardando alle aziende "quotabili" ma non ancora quotate in Germania. Nello studio si è rilevato che le

¹¹⁶ Si fa dunque riferimento al D.L. n. 357 del 1994 (legge Tremonti) ed al decreto legislativo n. 466 del 1997, istitutivo della DIT, Dual Income Tax.

¹¹⁷ Si fa riferimento in proposito alla teoria del "hot and cold market" che ritiene che la quotazione di nuove aziende in borsa tende a concentrarsi nei periodi in cui il mercato in generale ha un andamento positivo e, viceversa, tende a ridursi quando le performance di mercato sono negative. In merito si vedano MYERS STEWART C., MAJLUF NICHOLAS S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13:2; HELWEGE JEAN, LIANG NELLIE (1996), "Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets", Federal Reserve Bank of New York and Board of Governors of the Federal Reserve System, August.

¹¹⁸ Cfr. BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), "Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice", *The Journal of Finance*, Vol. LXI, n. 1, February. Nello studio si rileva che i CFO di aziende neoquotate hanno segnalato che le stesse hanno deciso il *timing* della quotazione principalmente cercando di sfruttare positivi andamenti del mercato di borsa in generale, nonché condizioni favorevoli del settore in cui l'azienda opera.

caratteristiche delle aziende prima ed al momento dell'annuncio della quotazione sono scarsamente in grado di "predire" l'effettiva quotazione. Lo studio ha evidenziato, infatti, che le aziende reagiscono ai cambiamenti nelle condizioni del mercato (ad esempio del costo del capitale o della volatilità) ed agli andamenti delle nuove quotazioni che si verificano in seguito alla propria manifestazione di volontà di entrare in borsa, modificando anche radicalmente la propria decisione nel caso in cui siano mutate le condizioni di contesto. Sembrerebbe dunque che le "effettive" determinanti della quotazione di un'azienda siano di tipo "esogeno"¹¹⁹.

Una indagine condotta con finalità simili, ma con risultati differenti, è stata realizzata anche con riferimento all'Italia.¹²⁰

Ne è emerso che le imprese che hanno preso in considerazione l'ipotesi di quotarsi sono caratterizzate principalmente da «attitudini manageriali dinamiche, sia dal punto di vista della disponibilità ad aprire il capitale sia in termini di modalità di gestione dell'azienda. Sono inoltre le imprese appartenenti a settori con elevati tassi di crescita attesi, dove la necessità di strategie innovative di tipo industriale ben si coniuga con le opportunità offerte dalla quotazione. Sono società che presentano leverage già elevati e che quindi necessitano di ribilanciare la struttura finanziaria»¹²¹. Per quanto concerne poi la decisione "effettiva" di accedere al mercato di borsa i fattori di influenza positiva rilevati sono legati alle condizioni di crescita del settore – confermando la tesi dello studio tedesco prima citato –, all'articolazione della compagine azionaria, con una probabilità maggiore per le aziende con soci "finanziari" ed alla «disponibilità a mettere in atto strategie di crescita di ampio respiro». Fra le determinanti "negative", dall'indagine sono emerse in particolare la complessità percepita da imprenditori e manager insita nel processo di quotazione e legata

¹¹⁹ È stato selezionato un campione di 245 aziende che nel periodo 1984-1994 in Germania hanno manifestato la propria volontà di quotarsi in borsa. Di queste il 71% ha poi effettivamente avviato e realizzato il processo di quotazione. In particolare gli Autori affermano «companies tend to go public after increases in market returns, avoid period of unusually high underpricing, and raise external equity as debt becomes more expensive. They are likely to decide against raising outside equity as market returns drop and – if they have a financial institution amongst their shareholders – as the cost of debt increases». Cfr. BOEHMER EKKEHART, LJUNGQVIST ALEXANDER P. (2001), "The choice of outside equity: An explanatory analysis of privately held firms"

¹²⁰ Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), "La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane".

¹²¹ Lo studio ha ricercato, con riferimento all'Italia, i fattori "determinanti" della quotazione guardando alle aziende "quotabili" sulla base di predefiniti parametri, ma non ancora quotate. Cfr. FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2003), "La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane".

prevalentemente alle esigenze di riorganizzazione interna, i costi connessi all'ingresso in borsa ed i timori legati alla perdita di autonomia decisionale del soggetto economico¹²².

Le numerose ricerche empiriche che negli ultimi anni hanno cercato di approfondire le determinanti *endogene* della quotazione in borsa si sono concentrate tuttavia prevalentemente sulle aziende che si sono già quotate (studi *ex post*), individuando come determinanti ricorrenti per le aziende italiane i fattori legati agli aspetti finanziari¹²³, quali la possibilità di ridurre il costo del capitale, finanziare lo sviluppo, diversificare ed ampliare le fonti di finanziamento, ridurre il *leverage* e così via.

Nel 1996 uno studio condotto da Pagano, Panetta e Zingales ha confrontato le aziende che nel periodo 1982-1992 si sono quotate a Milano con altrettante aziende comparabili per dimensione che invece sono rimaste "private". Un primo risultato della ricerca consiste nell'aver rilevato che le aziende quotate non mostravano superiori livelli di *leverage* rispetto a quelle non quotate; conseguentemente gli autori hanno argomentato che fra le determinanti della quotazione delle aziende in quel periodo non era possibile annoverare l'esigenza di ridurre il *leverage*. Nel periodo successivo alla quotazione, inoltre, le aziende quotate mediamente non hanno realizzato investimenti superiori alle aziende non quotate. Dallo studio, invece, sembra emergere la volontà delle aziende neo quotate, da una parte, di ridurre l'indebitamento e, dall'altra, di diversificare l'investimento acquisendo con le risorse raccolte

¹²² Uno studio riguardante invece gli Stati Uniti ha rilevato che, a parere dei CFO delle aziende intervistate, i costi connessi alla IPO e la regolamentazione imposta dalla SEC, l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari statunitensi, non costituiscono impedimenti significativi per la quotazione. Viceversa, il desiderio di mantenere il controllo dei processi decisionali aziendali costituisce invece la principale determinante negativa per la quotazione. Cfr. BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), "Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice"

¹²³ Nel 1992 Giampaolo Ferrari ha condotto uno studio mediante questionario per individuare, fra le altre cose, le determinanti della quotazione delle aziende che sono entrate in borsa nel periodo 1985- 1990. Fra le determinanti positive, la motivazione principale citata dai rispondenti è stata il reperimento di risorse finanziarie (nel 52,4% dei casi è stata citata come principale motivazione della quotazione e comunque oltre il 95% degli intervistati l'ha citata fra le motivazioni), seguita dalla volontà di sancire il passaggio da azienda familiare a grande impresa (citata dal 38% degli intervistati) e dal conseguimento di un'immagine superiore (citata dal 57% dei rispondenti). Il 33% degli intervistati ha affermato che non vi erano elementi negativi che scoraggiavano la decisione della quotazione, mentre circa un quarto del campione ha citato fra le determinanti negative i costi e gli aspetti burocratici legati alla quotazione. Altri infine anche se con frequenze basse hanno citato fra i fattori negativi i "cambiamenti di abitudine" dell'imprenditore, con riferimento ai processi decisionali ed alla riservatezza. Cfr. FERRARI GIAMPAOLO (1992), "Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di "matricole", in MASSARI MARIO (a cura di), *Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia*, op.cit. Si vedano anche; RYDQVIST KRISTIAN, HÖGHOLM KENNETH (1995), "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden", op.cit.; FRANZOSI ALESSANDRA, PELLIZZONI ENRICO (2005), *Gli effetti della quotazione. Evidenza dalla mid & small caps italiane*, in Bitnotes, n. 13, Giugno.

sul mercato quote di altre aziende (partecipazioni finanziarie). Sembra dunque che la decisione di quotarsi in borsa sia influenzata anche dalla volontà di avere un *finance vehicle* per acquisire altre aziende. Inoltre la stessa ricerca ha rilevato che l'esigenza di cedere il controllo dell'azienda non è la principale determinante della quotazione, in quanto l'azionista di riferimento solitamente ha mantenuto una quota del capitale superiore al 50%, dunque al di là del livello minimo necessario per conservare il controllo dell'azienda.¹²⁴

Tabella 3 – Alcuni esempi di fattori determinanti della decisione sull'opportunità della quotazione

	ESOGENI	ENDOGENI
FAVORENTI	Regolamentazione più vantaggiosa per aziende quotate (strumenti finanziari ad hoc, agevolazioni fiscali, ...) Effervescenza del mercato mobiliare Valutazioni di aziende già quotate nello stesso settore Favorevole apprezzamento dello status di quotata	<i>Risk sharing</i> del soggetto economico Managerializzazione Operatività in settori con alto tasso di crescita Leverage elevato Riorganizzazione della <i>governance</i> Uscita di alcuni soci Esistenza di soci "finanziari" Strategie di acquisizione Valutazione continua dell'azienda Migliorare visibilità e capitale reputazionale
OSTATIVI	Legislazione poco favorevole alla crescita delle imprese Sistema bancario e finanziario inefficiente Assenza di investitori istituzionali Nazionalizzazione delle aziende e capitalismo pubblico Carente regolamentazione per trasparenza e <i>governance</i> Regolamentazione più onerosa per quotate Ridotta possibilità di elusione e evasione Valutazioni negative di aziende già quotate nello stesso settore Assenza di valutazioni per aziende simili	Piccola dimensione delle aziende Cultura imprenditoriale Operatività in settori maturi Leadership accentrata Struttura finanziaria equilibrata Legami stretti col sistema bancario

Un'altro studio ha invece rilevato che, secondo i CFO (*Chief Financial Officer*) di aziende neoquotate negli Stati Uniti, la motivazione prevalente per l'ingresso in borsa è legata all'opportunità che essa offre di agevolare le acquisizioni di altre aziende, seguita dalla

¹²⁴ Cfr. PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", in *The Journal of Finance*, Vol. LIII, no. 1. In merito si veda anche RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2001), "Family firms and the decision to go public: a study of Italian IPOs", SDA BOCCONI, Research Division Working Paper No. 01-45, March.

possibilità di avere una stima continua del valore dell'azienda espressa dal mercato. Le motivazioni più propriamente finanziarie, come ad esempio la possibilità di ridurre il costo del capitale, non figurano fra le principali determinanti espresse dai CFO americani¹²⁵.

4. Il processo di preparazione di una IPO: fasi e timing dell'operazione

Il processo di preparazione di una IPO comporta cinque fasi¹²⁶. In primo luogo è necessario scegliere una banca di investimento, scelta che generalmente viene presa sulla base della reputazione della banca e sulla base delle sue capacità di marketing. Nella maggior parte delle IPO, una banca di investimento (sponsor) sottoscrive l'emissione e garantisce un determinato prezzo per le azioni. Essa agisce come coordinatore (global coordinator) di un gruppo di numerose banche (il cosiddetto consorzio di collocamento) così da ripartire il rischio di collocamento dell'offerta e da poter aumentare il mercato potenziale. Le imprese non quotate tendono a scegliere le banche di investimento sulla base della loro reputazione ed esperienza, piuttosto che sulla base del prezzo. Una buona reputazione fornisce il livello di credibilità e di sicurezza necessari perché gli investitori acquistino le azioni dell'impresa; l'esperienza riguarda non soltanto la determinazione del prezzo di emissione e il processo di quotazione, ma anche altre eventuali decisioni di finanziamento successive alla quotazione. Per questo la scelta della banca di investimento con cui effettuare l'IPO avviene tramite negoziazioni dirette piuttosto che tramite un'asta pubblica.¹²⁷

La seconda fase è rappresentata dalla valutazione della azienda. In genere tale valutazione viene effettuata dalla banca di investimento capofila, sulla base delle molte informazioni fornite dalla banca emittente. Talvolta il valore viene stimato ricorrendo a modelli dei flussi di cassa attualizzati. Più spesso, tuttavia, il valore viene stimato utilizzando un multiplo e osservando i prezzi di emissione di imprese simili già quotate.

¹²⁵ Cfr. BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), "Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice", op.cit.

¹²⁶ PERRINI FRANCESCO (1999), *Le nuove quotazioni alla borsa italiana. Evidenze empiriche delle Pmi*, EGEA, Milano, DEVECCHI CLAUDIO, ANTOLDI FABIO, CIFALINÒ ANTONELLA (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, McGraw-Hill, Milano

¹²⁷ Nel 2004 Google ha rotto la tradizione decidendo di quotarsi senza l'ausilio di un consorzio di collocamento utilizzando un procedimento d'asta per stabilire il prezzo azionario.

Qualunque sia l'approccio utilizzato, la limitata disponibilità dei dati storici relativi all'impresa, unitamente al fatto che si tratta di imprese di piccole dimensioni con elevate prospettive di crescita, rendono la stima del valore molto incerta. Una volta stimato il valore della società, si ottiene il valore per azione dividendolo per il numero di azioni, determinato a sua volta sulla base dell'intervallo di prezzo che l'impresa emittente desidera avere per le azioni. L'ultimo passo in questo processo consiste nello stabilire il prezzo di offerta per azione. La maggior parte delle banche di investimento stabilisce il prezzo di offerta al di sotto del valore stimato per azione (*IPO underpricing*) per due motivi. In primo luogo, questo consente di ridurre l'esposizione della banca al rischio: se infatti viene fissato un prezzo di offerta troppo elevato, e la banca di investimento e le altre del pool non sono in grado di vendere tutte le azioni offerte, possono dover attingere ai propri fondi per acquistare le azioni non collocate, se ne hanno garantito il collocamento (consorzio di collocamento e garanzia).

Le banche di investimento, nello stabilire il prezzo di offerta, hanno il vantaggio di poter verificare in anticipo la domanda da parte degli investitori per il titolo offerto. Questo processo, *bookbuilding*, avviene tramite sondaggi presso gli investitori, prima determinazione del prezzo di emissione di un'offerta. Anche in questo stadio del processo che la banca di investimento e l'impresa emittente presentano le informazioni ai potenziali investitori tramite una serie di presentazioni che prendono il nome di *road show*. Se da tale processo emerge che la domanda è forte, il prezzo di offerta viene aumentato; in caso contrario, viene abbassato. In alcuni casi, se gli investitori non si dimostrano entusiasti, l'impresa potrebbe addirittura decidere di ritirare la IPO.

5. Finalità e interessi dei soggetti coinvolti nel processo di quotazione

Il processo di valutazione antecedente una Ipo è parte integrante dell'intero processo di *due diligence* ed essere svolta dallo sponsor o dal *global coordinator* dopo un'approfondita analisi del *business model*, del posizionamento e dei vantaggi competitivi, dei dati finanziari della società quotanda e dei *management system* (incluso il Sistema di Controllo di Gestione).

Un processo di valutazione dovrebbe essere affrontato in maniera non meccanica in qualsiasi contesto e necessita di una base informativa adeguata, principalmente rappresentata da valori contabili storici, dati previsionali, informazioni gestionali e dati sul sistema competitivo.

La valutazione di un'azienda nell'ambito della quotazione in borsa, in particolare, è frutto di un processo continuo di analisi e verifica, che parte dalla preliminare stima del valore condotta quando ancora non sono disponibili al valutatore tutti i dati relativi alla società (il momento del cosiddetto *pitch*) fino alla determinazione del prezzo a cui l'azione viene effettivamente venduta agli investitori. Il processo valutativo si arricchisce progressivamente di sostanza e contenuto durante le fasi preparatorie alla quotazione, quando la società mette a disposizione dati e informazioni dettagliate sull'attività e sulle prospettive future. La valutazione è quindi parte integrante dell'attività di *due diligence* e dovrebbe essere condotta privilegiando l'ottica industriale e la ricerca di un valore di business. Per queste ragioni il piano industriale rappresenta lo strumento principale per avviare l'intero processo.

Partendo dalla stima di un *fair value*, la valutazione dovrebbe tenere progressivamente conto delle indicazioni fornite dagli investitori durante l'attività di *pre-marketing* (una sorta di sondaggio svolto prima del lancio dell'offerta), dell'andamento dei mercati borsistici, delle dimensioni dell'offerta e della potenziale liquidità del titolo. Queste ultime considerazioni portano in genere a definire un'*IPO discount*, che ha la funzione di massimizzare il livello di domanda e aumentare, per coloro che durante il collocamento hanno deciso di investire nell'azienda, la probabilità di ottenere un buon rendimento dall'investimento. In tal modo, si giunge a definire un *range* indicativo di prezzo e un "prezzo massimo", quest'ultimo da pubblicare entro il giorno antecedente l'inizio dell'offerta pubblica. Il "prezzo di offerta" è infine determinato in base ai risultati dell'offerta istituzionale.

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

Il processo di determinazione del valore di una società quotanda si articola in diverse fasi che, come indicato in precedenza, implicano approfondimenti e aggiornamenti successivi fino a pervenire, partendo da un intervallo ampio, alla determinazione del prezzo di offerta,

ovvero il prezzo al quale sono collocate le azioni. La Figura 3.1 rappresenta le fasi che generalmente caratterizzano una

valutazione finalizzata alla quotazione in borsa. Tale processo è da intendersi senza soluzione di continuità e, come mostra il grafico, si articola in quattro momenti, che ripercorrono l'intero iter valutativo, dall'intervallo di valori più ampio definito nelle fasi iniziali fino ad un *range* più ristretto che si ottiene man mano che i parametri di riferimento assumono un maggiore grado di visibilità.



Fonte: JPMorgan

Di seguito si riportano le principali fasi del processo:

- valutazione svolta al momento del *pitch* da parte della banca;
- valutazione svolta in fase di *due diligence*;
- *pre-marketing* e individuazione dell'intervallo indicativo di prezzo;
- *pricing*.

Il *pitch* è il momento in cui la società seleziona l'intermediario che la affiancherà durante la quotazione. In tale fase le banche d'affari presentano una proposta per ricevere l'incarico di *sponsor/global coordinator*, che include generalmente una valutazione preliminare della società quotanda. Tale valutazione viene generalmente presentata quattro o

cinque mesi prima della conclusione del processo e rappresenta il valore meno accurato fra tutti quelli determinati successivamente. Esso infatti prescinde dalla conoscenza dettagliata del piano

industriale e dai risultati della *due diligence* effettuata dalla banca una volta ricevuto l'incarico. Nella scelta dello *sponsor/global coordinator*, la società dovrebbe dare molta più importanza alla qualità dell'intermediario, piuttosto che basarsi esclusivamente sul valore proposto, poco significativo prima della *due diligence* e soprattutto del confronto con il mercato.

Nella fase di *due diligence*, la banca, dopo aver analizzato il piano industriale, generalmente presenta alla società una prima ipotesi di *fair value* (in genere un *range* di valori). Con tale espressione, si intende la stima del valore del capitale economico della società in ottica di quotazione, che non tiene conto dell'*IPO discount* e delle indicazioni provenienti dall'attività di *pre-marketing*. L'attività di *due diligence* permette al valutatore di comprendere in dettaglio il business dell'azienda e soprattutto di svolgere un'analisi approfondita del piano industriale. Quest'ultimo documento, come già evidenziato, consente di valutare le prospettive future dell'emittente sia in termini di coerenza con l'assetto strategico-organizzativo e con le tendenze del mercato di riferimento, sia in termini di sostenibilità e ragionevolezza delle principali ipotesi sottostanti. Durante questa fase viene normalmente predisposto il Documento di Valutazione, che costituisce parte integrante della domanda di ammissione alla quotazione da presentare a Borsa Italiana.

Durante la fase di *pre-marketing*, la banca d'affari effettua un'indagine presso gli investitori istituzionali, che porta alla definizione di un intervallo indicativo di prezzo. Quest'ultimo viene anche influenzato dalle valutazioni preliminari indipendenti contenute nelle ricerche pubblicate dalle banche del consorzio istituzionale e dalle condizioni del mercato in tale momento. Solo a questo punto la banca, in possesso di riscontri sul prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare, può confrontarsi con la società emittente e con gli eventuali azionisti venditori e giungere alla definizione del *range* indicativo e del "prezzo massimo". Questo prezzo è il riferimento per la fase successiva,

ovvero la raccolta degli ordini da parte degli investitori istituzionali (il cosiddetto *bookbuilding*) e *retail*.

L'attività di *marketing* vera e propria (successiva alla pubblicazione del prospetto informativo), che nei confronti degli investitori istituzionali si concretizza in un *roadshow*¹²⁸ nelle principali piazze finanziarie e verso il pubblico indistinto si traduce in una campagna promozionale, fornisce indicazioni fondamentali ai fini della determinazione del prezzo finale. In questa fase gli investitori istituzionali inviano delle manifestazioni d'interesse all'acquisto, ad un prezzo che tiene conto non solo dei *fundamental* della società, ma anche di elementi *soft: corporate governance*, rapporti con parti correlate (descritti nel prospetto informativo), sistemi manageriali (SCG, *compensation*, pianificazione). Il prezzo di offerta viene individuato considerando sia il numero di azioni richieste e il prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare, sia analizzando la qualità della domanda degli investitori istituzionali (misurata dalle caratteristiche degli investitori in termini di politica di investimento e di gestione del portafoglio, dimensione del portafoglio, mercati e settori d'interesse, ecc.). Il prezzo finale, in linea generale, è determinato in modo da allocare effettivamente il numero di azioni agli investitori istituzionali e *retail* (secondo priorità definite dalla società e dalla banca d'affari), lasciando, allo stesso tempo, che una parte della domanda non venga soddisfatta, così da alimentare l'interesse all'acquisto e

supportare l'andamento del titolo nell'*aftermarket*.

Il processo valutativo in un'*IPO* coinvolge essenzialmente lo sponsor/*global coordinator* e la società oggetto del collocamento. Il contributo dell'intermediario si articola normalmente in diverse attività che fanno riferimento ad aree di responsabilità diverse all'interno della banca:

- l'area di *corporate finance*, che svolge l'attività di valutazione in senso stretto, ovvero l'applicazione di metodologie e la costruzione di modelli finanziari. Collabora inoltre nella predisposizione di tutta la documentazione di supporto alla valutazione, compreso il piano industriale;

- il dipartimento di *capital market*, che si occupa di includere nella valutazione le considerazioni di mercato, nonché le indicazioni derivanti dall'attività di *pre-marketing* e di *bookbuilding*. Generalmente, tanto più ci si avvicina al momento del collocamento, tanto più il ruolo dell'area *capital market* diviene significativo;

¹²⁸ Perrini Francesco, La gestione della quotazione per valorizzare le PMI: Star in nuovo segmento di Borsa e il Nuovo Mercato Egea 2000

- il dipartimento di *research*, che fornisce indicazioni indipendenti relative alle prospettive del mercato di riferimento, al posizionamento della società e alle sua strategia di sviluppo, e predispone stime autonome sull'andamento prospettico della società.

La società oggetto del collocamento interagisce con la banca nel corso dell'intero processo valutativo. Oltre al *top management*, che è coinvolto in tutti i passaggi chiave del processo di valutazione, rivestono un ruolo particolare l'area pianificazione (per ciò che riguarda la predisposizione del piano industriale) e l'area finanza.

Nelle operazioni di quotazione, le "Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A." e le "Istruzioni al Regolamento del Nuovo Mercato Organizzato e Gestito da Borsa Italiana S.p.A." (di seguito, le Istruzioni) prevedono che alla domanda di ammissione alla quotazione sia allegato il Documento di Valutazione. Il Documento di Valutazione riassume il percorso valutativo svolto, i principali risultati ottenuti e fornisce indicazioni in merito all'intervallo nell'ambito del quale si intende posizionare il prezzo di offerta.

Tra il momento in cui viene presentata la domanda di ammissione a quotazione e la data del Provvedimento di Ammissione intercorre un certo periodo di tempo, pertanto il Documento è inevitabilmente soggetto ad aggiornamenti o cambiamenti, inerenti soprattutto il *range* di prezzo. Tenuto conto del contenuto previsto dalle Istruzioni, si riassume di seguito un'ipotesi di struttura del Documento di Valutazione, suddiviso nelle seguenti sezioni:

I. *Executive summary*

II. Premesse valutative

III. Mercato di riferimento

IV. *Equity story*

V. Considerazioni sulla Valutazione

- Metodo dei multipli di mercato

- Metodo del DCF

- *Sensitivity*

VI. Conclusioni

È importante sottolineare che la struttura proposta è da ritenersi puramente indicativa e che il Documento dovrà essere sempre predisposto considerando le caratteristiche specifiche

della società e del settore in cui opera, potendo pertanto assumere, con medesimo grado di razionalità e coerenza, una struttura alternativa rispetto a quella qui indicata. In ogni caso non si potrà mai prescindere dal fornire il contenuto minimo richiesto dalle Istruzioni.

In linea generale, il paragrafo sull'*equity story* può essere elaborato ripercorrendo i principali aspetti analizzati nella fase di *due diligence*, che rappresenta non solo un momento di comprensione del business, ma anche di *screening* e affinamento della valutazione individuata nelle fasi preliminari. Come già sottolineato in precedenza, il piano industriale e le intenzioni strategiche in esso contenute costituiscono gli elementi maggiormente significativi nel determinare il valore dell'azienda e, in ultima istanza, il prezzo a cui le azioni possono essere cedute al mercato. L'intero processo valutativo è infatti fondato sull'analisi del business dell'azienda, del suo posizionamento, delle principali opzioni strategiche riguardanti i progetti di crescita e sviluppo, di valorizzazione e ampliamento della gamma dei prodotti, di diversificazione in nuovi business, di penetrazione in nuovi segmenti di mercato e/o aree geografiche, di interventi sulla struttura dei costi, nonché sull'analisi delle condizioni patrimoniali, reddituali e finanziarie, sia attuali che prospettive. Per tale ragione, in questa sezione, il piano industriale viene generalmente sintetizzato nelle principali voci di conto economico e stato patrimoniale, oltre che nei *ratio* più significativi. Ove rilevante, le proiezioni possono essere presentate per singola *SBU*, così da poter successivamente individuare il valore di ogni singola area d'affari. Può essere utile infine riassumere il posizionamento competitivo e le prospettive

della società attraverso una *SWOT analysis*, ovvero un'analisi dei suoi punti di forza (*Strength*) e di debolezza (*Weakness*), nonché delle opportunità (*Opportunity*) e dei rischi (*Threat*) che ne caratterizzano lo sviluppo. Con particolare riferimento ai rischi a cui la società è soggetta, dovrebbero essere esposte non solo le principali criticità, ma anche le iniziative specifiche avviate dal management per farvi fronte; allo stesso modo è utile identificare in maniera chiara i punti di forza dell'*equity story*, tali da giustificare il prezzo proposto.

6. Andamento del titolo nella fase successiva alla quotazione: underpricing e long run underperformance

In merito alle *Initial Public offering* (IPO) è stata sviluppata, negli ultimi anni, una cospicua letteratura¹²⁹ che ne ha indagato i diversi aspetti: le motivazioni alla quotazione, i costi e i benefici propri di questa scelta di finanziamento e gli effetti che la scelta di quotarsi produce sulle imprese. (Myers, 1984 - Myers/Majluf, 1984; Ibbotson/Ritter 1995; Brealey/Myers 1996; Chemmanur/Fulghieri 1998; Ritter 1987) e nazionali (Pagano – Panetta-Zingales 1998).

Nel corso dell'ultimo ventennio, e in ragione dell'elevato rendimento iniziale di molti titoli di società neo-quotate¹³⁰, il dibattito internazionale si è concentrato prevalentemente sull'analisi delle dinamiche dei prezzi dei titoli oggetto di IPO.

In particolare, sono state osservate tre “anomalie” connesse all'andamento dei corsi dei titoli “matricola” nel breve e nel lungo periodo.

La prima anomalia è costituita dal fenomeno dell'*underpricing*: il prezzo di mercato che si registra nel primo giorno di quotazione di un titolo risulta, in media, sistematicamente superiore rispetto a quello di collocamento.

La seconda anomalia è data da un certo grado di ciclicità sia nel volume delle offerte sia nella grandezza degli extra-rendimenti iniziali (rendimenti dei titoli corretti per l'andamento di mercato) ed è conosciuta in letteratura come fenomeno degli *hot and cold issue markets*: come osservato da Ibbotson-Jaffe (1975) e Ritter (1984), gli IPO tendono a concentrarsi in alcuni periodi temporali, solitamente caratterizzati da *underpricing* superiori ai valori medi.

La terza anomalia, definita *long-run underperformance*, è connessa all'andamento del corso azionario dei titoli IPO nel lungo periodo: le imprese neoquotate sembrano offrire rendimenti di medio-lungo termine inferiori rispetto a quelli dell'indice di mercato.

¹²⁹ Aggarwal R.K., Bhagat S., Rangan S., (2007), “The Impact of Fundamentals on IPO Valuation”, SSRN WP. Aggarwal R.K., Rivoli P. (1990), “Fads in the initial public offering market?”, in *Financial Management*, vol. 19 (4), pp. 45-57; • Allen F., Faulhaber G. (1989), “Signaling by Underpricing in the IPO Market,” in *Journal of Financial Economics*, vol. 23 (2), pp. 303-323; • Angelini E. (2006), “L'underpricing e il ruolo del venture capitalist negli IPO italiani”, in *Bancaria*, n. 3.

¹³⁰ Tabella “*Equally weighted average initial returns for 47 countries*” in *Initial Public Offering: International Insights*, Loughran, Ritter, Rydqvist, Pacific – Basin Finance Journal 1994, updated 2010

Numerose sono le ricerche empiriche miranti ad individuare le cause dell'esistenza dell'*underpricing* che sembrava essere in contrasto con quanto sino ad allora suggerito dalla teoria, in base alla quale, in un mercato perfetto ed efficiente, le società non dovrebbero essere propense a "*leave money on the table*" (Ritter 1984)¹³¹.

Il fenomeno dell'*underpricing* ha assunto notorietà grazie alla prima ricerca effettuata da Ibbotson nel 1975¹³² ("*Price performance of common stock new issues*"). Ibbotson considera l'*underpricing* un costo di negoziazione generato dal conflitto di interessi fra impresa, *underwriter* (analisti affiliati) e investitori (teoria costi di agenzia). Successivamente questa tesi è stata supportata anche dagli studi di Baron e Holmstrom (1980)

Il grado di *underpricing* è direttamente legato all'incertezza sul valore atteso. Il maggior rischio connesso all'adesione all'offerta per gli investitori non informati dovrà essere compensato attraverso la fissazione di un prezzo di offerta più basso e quindi da un rendimento atteso più elevato (Ritter 1984¹³³)

Successivamente ci si è concentrati sulle motivazioni della società emittente partendo dal presupposto che le informazioni migliori sul valore aziendale sono detenute dall'imprenditore. La società pertanto per favorire il collocamento delle proprie azioni e per trasmettere fiducia al mercato utilizza due strumenti: un basso prezzo di offerta dei titoli di nuova emissione ed il possesso di proprie azioni da parte dell'emittente (Allen, Faulhaber e Welch 1989).

Rock (1986¹³⁴) ritiene invece che l'*underpricing* sia imputabile alle asimmetrie informative esistenti tra le diverse categorie di investitori (informati e non).

Le altre motivazioni sono in gran parte riconducibili ai filoni principali. Di seguito saranno elencati solo alcuni di questi studi:

⇒ esistenza nel mercato di "mode" o di comportamenti irrazionali
(Aggarwal e Rivoli, 1990)

¹³¹ Money on the table is defined as the number of shares issued multiplied by the difference between the first closing market price and the offer price. It is the dollar value of underpricing

¹³² Ibbotson R., Jaffe J.F. (1975), "Hot Issue Markets," in *Journal of Finance*, vol. 30 (4), pp 1027- 1042.

¹³³ Ritter J.R. (1984), "The Hot Issues Market of 1980", in *Journal of Business*, n. 57 (2), pp. 215-240

¹³⁴ Rock K., «Why new issues are underpriced», *Journal of Financial Economics*, n. 15, 1986, pp. 187-212

⇒ come un mezzo per controbilanciare i costi sostenuti dagli investitori nella raccolta delle informazioni sulla società emittente. (Grinblatt e Hwang (1989), Allen e Faulhaber (1989), Welch (1989¹³⁵) e Chemmanur (1993))

⇒ è un mezzo per indurre gli investitori informati a rivelare informazioni private nella fase di pre-vendita, permettendo così agli investitori di valutare meglio l'offerta (Benveniste Spindt (1989) e Benveniste e Wilhelm (1990))

Il valore medio dell'*underpricing* in Italia risulta essere in progressiva diminuzione (Arosio-Giudici-Paleari 2000; Giudici-Paleari 1999; Fabrizio 1999) rispetto ai valori riscontrati in passato (Cherubini-Ratti e Pagano- Panetta-Zingales 1998) e sempre più vicino a quello caratteristico dei mercati finanziari maturi.

Il fenomeno *underpricing* sul mercato azionario italiano¹³⁶ è stato analizzato in dettaglio da Cherubini e Ratti (1991) e Basile e De Sury (1997) che hanno riscontrato nel nostro mercato problemi di informazione asimmetrica, in particolare per le piccole imprese. Tuttavia, essi hanno utilizzato per la loro ricerca campione limitato (12 IPO) caratterizzato da una elevata eterogeneità (in termini di settore di appartenenza delle imprese) dimensione e struttura proprietaria, rendendo pertanto opinabile l'analisi econometrica.

Uno studio empirico indaga sulla relazione tra i giudizi degli analisti affiliati e le performance di lungo periodo della neo quotata società (Antonio Carlo Francesco Della Bina): le imprese raccomandate da analisti affiliati hanno una *performance* di lungo periodo peggiore rispetto alle società raccomandate da analisti non affiliati.

Quindi alla base degli studi e delle ricerche sul fenomeno dell'*underpricing* c'è l'ipotesi che tra i diversi attori del mercato (l'impresa che quota i propri titoli, la banca d'investimento che ne cura il collocamento e gli investitori esterni che sottoscrivono i titoli) esistano asimmetrie informative. L'*underpricing* da questo punto di vista rappresenterebbe l'effetto della correzione dei prezzi attuato dalle forze del mercato: gli operatori razionali di mercati efficienti sarebbero in grado, immediatamente dopo l'avvio delle contrattazioni sul mercato

¹³⁵ Ritter J.R., Welch, I., (2002), "A review of IPO activity, pricing, and allocations". in Journal of Finance, 57, 1795–1828. 25

¹³⁶ Fabrizio S., Samà M. (2001), "Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: Una valutazione dell'*underpricing* e della long-run performance", in Quaderni di finanza Consob, n. 44. 24 ; Giorgino M., Giudici G. e Paleari S., Nuove quotazioni e IPOs: l'esame alle matricole, Roma, Bancaria Editrice, 2001.

secondario, di individuare il valore reale dei titoli, finendo per correggere al rialzo i corsi rispetto alla valutazione effettuata in fase di collocamento.

Una parte degli accademici che studiano il fenomeno delle IPO, si interroga sulla possibilità da parte dell'emittente di poter plasmare la composizione dell'azionariato *post-IPO* e, in particolare, alcuni articoli hanno cercato di indagare il ruolo dell'*underpricing* nel raggiungimento della compagine azionaria desiderata. In particolare Booth e Chua (1996) affermano che le IPOs vengono intenzionalmente collocate ad un prezzo inferiore al fine di ottenere post-IPO una compagine azionaria 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 (Brennan e Franks, 1997) e per garantire un certo grado di liquidità del titolo nel mercato secondario. Zheng e Li (2007) hanno indagato il fenomeno sulle IPOs realizzate sul Nasdaq confermando le evidenze riscontrate da Habib e Ljungqvist (2001): l'*underpricing* potrebbe essere considerata una tecnica sostitutiva delle attività di promozione e marketing del titolo nelle settimane che precedono il *book runner*.

L'*underpricing* è solitamente 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.¹³⁷ Tali teorie assumono che l'emittente possiede un set informativo più completo rispetto a quello posseduto dagli investitori e che pertanto l'*underpricing* sia l'effetto di un classico *lemons problem*. Gli investitori richiedono un premio per il rischio di *adverse selection* che sottoscrivendo le azioni si assumono: maggiore è l'asimmetria informativa percepita, maggiore è il rischio di *adverse selection* percepito e conseguentemente maggiore è lo sconto sul prezzo richiesto (Allen e Faulhaber, 1989, Welch 1989 e Chemmanur, 1993).

Sembrerebbe poi che l'*underpricing* sia correlato alla metodologia tramite la quale le azioni vengono allocate agli investitori (Benveniste e Spindt, 1989, Sherman, 2000 e Sherman

¹³⁷ Michael R., Womack K. L., (1999), Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, in *Review of Financial Studies* 12, pp. 653-686; Ritter J., «Investment banking and securities issuance», in G. Constantinides, M. Harris, w R. Stulz (a cura di) *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science, 2003, pp. 277-279.

e Titman, 2002) e al livello del conflitto di interesse tra i sottoscrittori e l'emittente (Loughran e Ritter, 2000). 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. 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 normativa⁵. 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 richiesto (Allen e Faulhaber, 1989, Welch 1989 e Chemmanur, 1993). 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, Kandel, Massa e Simonov (2004) ad esempio analizzando le IPO realizzate in Svezia nel periodo 1995-2001 dimostrano che l'*underpricing* è accettato dagli imprenditori (azionisti pre-IPO) con un portafoglio di partecipazioni azionario poco diversificato. In particolare, gli autori riscontrano

una correlazione negativa tra il 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 (Benveniste e Spindt, 1989, Sherman, 2000 e Sherman e Titman, 2002) e al livello del conflitto di interesse tra i sottoscrittori e l'emittente (Loughran e Ritter, 2000). Booth e Chua (1996) affermano che le IPOs vengono intenzionalmente collocate ad un prezzo inferiore al fine di ottenere post-IPO una compagine azionaria 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 (Brennan e Franks, 1997) 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.

Utilizzano dunque tre diverse misure di dispersione dell'azionaria to: 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'attrattiva 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*.

Falkenstein (1996) riscontra che i fondi d'investimento evitano di comprare titoli con bassa copertura mediatica. Barber e Odean (2005) trovano evidenza della predisposizione degli investitori retail a selezionare azioni di imprese "in the news" visto che il livello di esposizione mediatica si riflette in guadagno di liquidità e di rendimento nel breve periodo (Antunovich e Sarkar, 2006). Altri investitori potrebbero preferire le STAR alle Standard per le accortezze di *Corporate Governance* di cui si dotano: amministratori indipendenti in consiglio di amministrazione, comitato per il controllo interno, piani di remunerazioni incentivante del top management. Holmstrom e Tirole (1993) sostengono, per esempio, che un'impresa quotata può trarre benefici dalla realizzazione di piani di remunerazione incentivante a base azionaria.

L'obiettivo di questi piani è quello di motivare e fidelizzare il management dell'impresa. Questo vale tanto più per imprese giovani ed innovative, spesso caratterizzate da una notevole importanza

delle risorse umane (Rocholl, 2005). Altri ancora, potrebbero preferirle per la più alta liquidità (e conseguente liquidabilità dell'investimento) che la previsione di avere un operatore specialista ed almeno un certo ammontare di flottante determinano. Confrontando i dati sulla *oversubscription* con i dati sull'*underpricing* sembrerebbe che le società quotate sul

segmento STAR, nonostante il più basso underpricing concesso, registrano alti livelli di oversubscription.

Questi dati sembrano coerenti con quanto riscontrato da Habib e Ljungqvist (2001) secondo cui l'underpricing è complementare all'attività di promozione e marketing del titolo: il posizionamento del prodotto su un segmento di eccellenza fa sì che lo sconto sul prezzo sia minore. Questi dati forniscono poi un ulteriore spunto di riflessione: sembra confermato il nesso di causalità tra le asimmetrie informative e l'underpricing (Allen e Faulhaber, 1989, Welch, 1989 e Chemmanur, 1993). Il fatto che la società, quotandosi sul segmento STAR, si impegna a rispettare standard più elevati di trasparenza e corporate governance fa sì che il rischio percepito di moral hazard sia minore, generando una riduzione dell'underpricing richiesto. Infine, sembrerebbe che la scelta di quotarsi su un segmento che obbliga la società al rispetto di alcuni parametri di liquidità faccia sì che il rischio atteso di liquidità sia minore, richiedendo un minore sconto sul prezzo (coerentemente con quanto riscontrato da Ellul e Pagano, 2003).

I modelli teorici delineati per spiegare la *long-run under performance*¹³⁸, postulano la sostanziale correttezza dei prezzi di emissione. Tali prezzi sarebbero poi rivisti al rialzo dal mercato (generando *underpricing* nel breve periodo) non sulla base di valutazioni razionali quanto, piuttosto per l'esistenza di euforia degli investitori al momento del collocamento che porterebbe ad una sovrastima delle prospettive reddituali dei titoli collocati. Infine nel medio-lungo periodo, cessato l'effetto sui prezzi dell'euforia degli investitori, i corsi dei titoli sarebbero spinti al ribasso, verso i loro valori fondamentali, generando la *long-run under performance*. Aggarwal & Rivoli (1990) e Ritter (1991) hanno analizzato il mercato statunitense, proponendo una spiegazione alternativa a quella classica dell'*underpricing*, sostenendo che il prezzo di collocamento è sostanzialmente corretto e che gli errori di valutazione delle matricole si concentrano nelle negoziazioni successive all'emissione, a causa dell'euforia che le accompagna. L'esistenza del fenomeno dell'*underpricing* è da imputare pertanto, secondo i due autori, all'esistenza di *fads*. In particolare Ritter (1991) ha

¹³⁸ Brav A., Gompers P.A. (1997), "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies", in *Journal of Finance*, vol. 52 (5), pp. 1791-1821

introdotto due misure di performance di lungo periodo che poi sono state riproposte in studi successivi:

⇒ i rendimenti medi cumulati corretti

⇒ i rendimenti derivanti da una strategia di acquisto detenzione del titolo per tre anni

I risultati dell'indagine, condotta su un campione di 1.526 imprese quotate negli Stati Uniti tra il 1975 ed il 1984, rivelano che tutti gli aggiustamenti per i diversi indici di riferimento conducono a performance negative nel periodo post emissione.

In letteratura sono state fornite diverse possibili spiegazioni di quella che, ad ogni modo, resta un'anomalia. In particolare la *long-run under performance* potrebbe essere dovuta a:

- errata misurazione del rischio
- bad luck
- fads (eccessivo ottimismo degli investitori)

A tale proposito, per determinare quale di queste ipotesi sia maggiormente condivisibile, Ritter esamina le relazioni esistenti tra il fenomeno della long.run under performance e alcune caratteristiche connesse alle IPO come per esempio il settore industriale, l'età dell'impresa al momento della quotazione, l'anno in cui è avvenuta l'offerta pubblica.

Dall'analisi emerge che sono le imprese più giovani e quelle che si quotano in periodi caratterizzati da numerosi IPO a mostrare, rispetto alla media, peggiori performance nel lungo periodo.¹³⁹ Inoltre la *long-run under performance* è presente nei titoli di quasi tutti i raggruppamenti industriali ma la dimensione varia ampiamente in relazione al settore industriale di appartenenza.

¹³⁹ Zheng S.X. (2007), "Are IPOs really overpriced?", in Journal of Empirical Finance, vol. 14 (3), pp 287-309.

Anche Ritter come Aggarwal e Rivoli si pone in contraddizione con la letteratura dominante, affermando che i risultati della sua indagine si coniugano con un quadro nel quale non è il prezzo d'offerta ad essere deliberatamente fissato ad un prezzo inferiore rispetto al reale valore del titolo, ma è il prezzo che ha origine dalle prime contrattazioni sul mercato secondario ad essere troppo elevato. Ritter sostiene inoltre che esistono problemi metodologici connessi con l'analisi condotta e afferma che è necessario promuovere studi su archi temporali superiori ai dieci anni, per affermare con certezza che under performance sia un fenomeno generale quanto l'*underpricing*.

Levis (1993) con la sua ricerca, condotta sul mercato inglese, conferma la previsione teorica che siano gli IPO caratterizzati da più elevati rendimenti iniziali ad avere i risultati peggiori nel lungo periodo. Anche secondo Levis ciò è dovuto al fatto che mentre un certo livello di rendimenti iniziali è il risultato dell'*underpricing* intenzionalmente generato dall'emittente, considerevoli deviazioni dal prezzo di offerta sono causate da una forma di reazione esagerata degli investitori.

Bibliografia

- Aggarwal R.K., Bhagat S., Rangan S., (2007), “The Impact of Fundamentals on IPO Valuation”; SSRN WP. Aggarwal R.K., Rivoli P. (1990), “Fads in the initial public offering market?”, in *Financial Management*, vol. 19 (4);
- Allen F., Faulhaber G. (1989), “Signaling by Underpricing in the IPO Market,” in *Journal of Financial Economics*, vol. 23 (2), pp. 303-323;
- Amaduzzi A., *Equilibrio e valore economico aziendale*, Milano Giuffrè Editore, 2002, p. 99.
- AMADUZZI ALDO (1963), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, II edizione, op.cit.;
- Amodeo D., *Ragioneria generale delle imprese* Giannini, Napoli, 1994;
- Angelini E. (2006), “L'underpricing e il ruolo del venture capitalist negli IPO italiani”, in *Bancaria*, n. 3.
- Ardemani E., *L'Avviamento di impresa*, Marzorati, Milano, 1958;
- Balducci D., “*La valutazione dell'azienda*”, Fag, 2006
- Barry C.B., Muscarella C.J., Peavy J.W., Vetsuypens M.R. (1990), “The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies”, in *Journal of Financial Economics*, vol. 27
- Bertini Umberto, *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, 1976
- Bertini Umberto, *Scritti di Politica Aziendale*, IIIa edizione ampliata, Giappichelli, Torino
- Bianchi Martini S. (2001), *Idee e strategia: modelli di analisi e schemi interpretativi dell'azienda-pensiero*, Pisa, Il Borghetto.

- Bini M., Guatri L., (2002), I moltiplicatori nella valutazione delle aziende, Università Bocconi, Milano
- Bini M., Guatri L., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2009.
- Black F., *Noise*, *Journal of Finance*, 1986, pp. 529-543.
- BOEHMER EKKEHART, LJUNGQVIST ALEXANDER P. (2001), “The choice of outside equity: An explanatory analysis of privately held firms”, mimeo, draft April 11.
- BRAU JAMES C., FAWCETT STANLEY E. (2006), “Initial Public Offering: An Analysis of Theory and Practice”, *The Journal of Finance*, Vol. LXI, n. 1, February.
- Brav A., Gompers P.A. (1997), “Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies”, in *Journal of Finance*, vol. 52 (5)
- Brooking, Bontis, McPherson, Sullivan, Nash, Lev, Kaplan e Norton, Sveiby solo per citarne alcuni.
- Cammarata Stefania (2002), “Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi”, Archivio CERADI, Dicembre.
- Cassia L., Paleari S., Vismara S., “The valuation of firms listed on the Nuovo Mercato”: The Peer comparables approach” in Giudici G., Roosenboom P. (Eds.), *The rise and Fall of Europe’s New Stock Markets*, *Advances in Financial Economics*, Elsevier, Oxford
- Cavalieri E., Ranalli, *Appunti di Economia Aziendale*, Edizioni Kappa 1995 Roma
- Cenni S., Fabrizio S., Torluccio G. (2002), Il ruolo dei venture capitalist nella formazione del prezzo delle Ipo, in Corigliano R. (a cura di), *Il venture capital*, Bancaria editrice, Roma.
- Cerrato D., “*Natura e determinanti del vantaggio competitivo sostenibile nella prospettiva resource-based: alcune riflessioni critiche*” in *Sinergie*, n.63/04

- Chemmanur T., Loutschina E. (2006), “The Role of Venture Capital Backing in Initial Public Offerings: Certification, Screening, or Market Power?”, Boston College WP.
- Chemmanur T., Loutschina E. (2007), “How do corporate venture capitalists create value for CHEMMANUR THOMAS J., FULGHIERI PAOLO (1999), “A Theory of the Going-Public Decision”
- Chiacchierini, Perrini, Perrone, “I-Valuation” Egea 2008
- Coakley J., Hadass L., Wood A. (2004), “Post-Ipo operating performance, venture capitalists and mark timing”, Discussion Paper n. 04-16, Department of Accounting, Finance and Management University of Essex.
- Coda Vittorio (1984), “La valutazione della formula imprenditoriale”, in *Sviluppo e*
- Coda Vittorio (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*
- Corvi Elisabetta (2000), *Comunicazione d'impresa e investor relation: la gestione della comunicazione economico finanziaria*, EGEA, Milano.
- Corvin Shane A., Harris Jeffrey H. (2001), “The Initial Listing Decision of Firms that Go Public”, *Financial Management*, Spring;
- Cravera A., Maglione M., Ruggeri R., *La valutazione del capitale intellettuale. Creare valore attraverso la misurazione e la gestione degli asset intangibili*. Il sole 24 Ore, Milano, 2001;
- Damodaran A. *Valutazione delle Aziende*, Edizione italiana a cura di Consolandi A., Apogeo 2010,
- Damodaran A., *Valutazione delle Aziende*, Apogeo, Milano, 2001;
- De Falco A. e Nicelli G., «Underpricing, valore atteso e ruolo degli underwriters nelle IPO italiane», *IR Top*, Luglio 2002
- Derrien, F. e K.L. Womack (2003), “Auctions vs bookbuilding and the control of underpricing in hot ipo markets, forthcoming”, in *Review of Financial Studies*, vol. 16 (1)

- Devecchi C., Antoldi F., Cifalinò A. (2003), *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, McGraw-Hill, Milano
- Donna G., *La creazione del valore nella gestione d'impresa*, Roma, Carocci, 1999
- Draho Jason (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, UK.
- Dunbar C., «Factors affecting investment bank initial public offering market share», Working paper, University of Western Ontario, 1999.
- Dushnitsky G., Lenox M.J. (2006), “When Does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value?”, in *Journal of Business Venturing*, vol. 21 (6), pp 753-772.
- entrepreneurs?”, Boston College WP.
- Fabrizio S., Samà M. (2001), “Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: Una valutazione dell'underpricing e della long-run performance”, in *Quaderni di finanza Consob*, n. 44. 24 ;
- FABRIZIO S. (1998), “Le prospettive di crescita del mercato azionario italiano”, in *Rivista AIAF*, n. 27, luglio;
- Fazzini M., *L'applicazione dell'Impairmet test agli Intangible Assets: un confronto fra i principi contabili internazionali*. Collana di studi economico- aziendali Alberto Ripabelli, Francoangeli, 2004;
- Ferrari G. E., Iannuzzi C., *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 1998, p.69.
- Ferrero G., *La valutazione economica del capitale di impresa*, Giuffrè, Milano, 1966;
- Ferrero G. (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano.

- Franzosi A. e Pellizzoni E., «La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane», Bit Notes della Borsa Italiana, n. 7, 2003.
- Franzosi A., Pellizzoni E. (2005), *Gli effetti della quotazione. Evidenza dalla mid & small caps italiane*, in Bitnotes, n. 13, Giugno.
- Frova S. (1992), “Le imprese private quotabili. Principali caratteristiche del campione analizzato”, in Massari M. (a cura di), *Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia*, Milano, Il Sole 24 ore Libri;
- Geranio M., Lazzari V. (2002), “Il mercato delle Initial Public Offering nell’Europa continentale” in Quaderni di Ricerche dell’Ente Luigi Einaudi, n. 32.
- Giannessi E. (1960), *Le aziende di produzione originaria – Vol. 1 Le aziende agricole*, Pisa, Corsi;
- Giannessi E. (1979), *Appunti di economia aziendale*, Pacini Editore, Pisa,
- Giorgino M., Giudici G. e Paleari S., *Nuove quotazioni e IPOs: l’esame alle matricole*, Roma, Bancaria Editrice, 2001.
- Giorgino M., Giudici G., Paleari S. (2001), *Nuove quotazioni e IPOs: l’esame alle matricole. Performance aziendali e di mercato delle neo-quotate in borsa*, Bancaria editrice, Roma.
- Guatri L., Bini M., *Così si valutano i veri intangibili*, il sole 24 ore, 23/ 05/2003;
- Guatri L., Bini M., *Fair value e fair market value: le “finte” stime assolute*, in *La Valutazione delle Aziende*, Giugno 2003.
- Guatri L., *La teoria della creazione del valore. Una via europea*, Egea, 1991, Milano, p.6.
- Guatri L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, Egea, Milano 1990.
- Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998. ; Guatri, Uckmar, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea 2010; Guatri L. e Massari M., *La diffusione del valore*, Milano, Egea, 1992.

- Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 2009
- Guatri L., *Una rivoluzione silenziosa: cinquant'anni di storia del valore e delle valutazioni in*
 La Valutazione delle Aziende 2006
- Guatri L., Bini M., *Quando l'azienda ha valori invisibili*, Il sole 24 ore, 13/11/2003.
- Guatri Un'esperienza sul valore conseguente a uno start - up IPO, Egea 2001
- Habib M.A., Ljungqvist A.P. (2001), "Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence", in *Review of Financial Studies*, vol. 14 (2), pp. 433-458.
- Harmon Steve Zero Gravity. Il venture capital per investire in Internet: dagli start up agli IPO
 Egea 2000
- Hartman Thomas E. (2004), *The Cost of Being Public in the Era of Sarbanes-Oxley*, National
 Directors Institute, Foley & Lardner LLP, May 19;
- Hellmann T.F., Puri M. (2002), "Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence", in *Journal of Finance*, vol. 57 (1), pp 169-197.
- HELWEGE J., PIRINSKY C., STULZ R.M (2005), "Why do Firms become widely held? An
 analysis of the Dynamics of Corporate Ownership", NBER Working Paper, n. 11505,
 July;
- HELWEGE JEAN, LIANG NELLIE (1996), "Initial Public Offerings in Hot and Cold
 Markets", Federal Reserve Bank of New York and Board of Governors of the Federal
 Reserve System, August.
- Hiroyuki Itami, *Le risorse invisibili*, GEA ISEDI, 1988-1993
- Ibbotson R., Jaffe J.F. (1975), "Hot Issue Markets," in *Journal of Finance*, vol. 30 (4), pp
 1027- 1042.
- Imerio Facchinetti, Marco Taschini, *Strategia e valutazione nelle acquisizioni d'aziende*,
 Milano, Giuffrè, 1989

- JAIN BHARAT A., KINI OMESH (1999), “The Life Cycle of Initial Public Offering Firms”,
Journal of Business Finance & Accounting, 26, 9-10, Nov./Dic.;
- Jelic R., Saadouni B., Wright M. (2005), “Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital”, in *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32 (3-4), pp.643-682.
- Jovenitti P. (1990), *Finanza mobiliare*, op.cit., paragrafi 1.3-1.4, pagg. 11 e ss.
- Kaplan S., E Ruback R., *The market pricing of cash flow forecast: Dcf vs the method of comparables*, *Journal of Applied corporate Finance*, 1998
- Kim J., Krinsky I., Lee J. (1995), “The role of financial variables in the pricing of Korean initial public offerings”, in *Pacific-Basin Finance Journal* vol. 3, pp. 449-464.
- Kim M., Ritter J.R. (1999), “Valuing Ipo”, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 53 (3), pp. 409- 437.
- Krigman L., Shaw W.H., and Womack K. L., (1999), “The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping”, in *Journal of Finance*, 54, 1015-1044.
- La Porta R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer (1999), “Corporate Ownership Around the World”, *The Journal of Finance*, Vol. LIV, n. 2, April;
- La Rocca Tiziana (2006), “Sistema finanziario, assetto istituzionale e propensione alla quotazione”, *Economia & Management*, n. 3.
- Leardini Chiara (2003), *L'economia della quotazione in Borsa. Profili economico-aziendali*, Cedam, Padova;
- Lee P.M., Wahal S. (2004), “Grandstanding, Certification and the Underpricing of Venture Capital Backed IPOs”, in *Journal of Financial Economics*, vol.73 (2), pp. 375-407.
- Lipparini A., *La gestione strategica del capitale intellettuale del capitale sociale*. Il Mulino, 2002.
- Ljungqvist A.P. (1999), “IPO Underpricing, Wealth Losses and the Curious Role of Venture Capitalists in the Creation of Public Companies”, Oxford University WP, CEPR.

- Loughran T., Ritter J.R. (2002), “Why Don’t Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?” in *Review of Financial Studies*, vol. 15 (2),
- Loughran T., Ritter J.R. (2004), “Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?” in *Financial Management*, vol. 33 (3),
- Low J., Kalafut P.C., *opera citata*;
- Marangoni A. (1989), “*Caratteristiche e struttura dell’offerta di titoli emessi da P.M.I.*” in GILARDONI ANDREA (a cura di), *Un nuovo mercato mobiliare per piccole e medie imprese*, EGEA, Milano;
- Massari M. (1998), *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano.
- Meggingson W.L., Weiss K.A. (1991), “Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings”, in *Journal of Finance*, vol. 46.
- Meles, (2008) “I costi di quotazione per le società venture backed”, Convegno Adeimf, Capri.
- Michael R., Womack K. L., (1999), Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, in *Review of Financial Studies* 12
- MIOLO VITALI PAOLA (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali. Analisi introduttiva*, Giappichelli, Torino
- MYERS STEWART C., MAJLUF NICHOLAS S. (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, 13:2;
- Napoleoni C, *Valore*, Gianni Iuculano Editore, Pavia, 1994,
- PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, *The Journal of Finance*, Vol. LIII, no. 1, February, pag. 32).
- PAGANO MARCO, RÖELL AILSA, ZECHNER JOSEF (2001), “The Geography of equity listing: why do companies list abroad?”, CEPR Discussion Paper, n. 2681, January;

- PALEARI STEFANO, PELLIZZONI ENRICO, VISMARA SILVIO (2005), “A comparative study of Initial Public Offerings in Italy and the United Kingdom”, *Bitnotes*, n. 15, December
- PELLIZZONI ENRICO (2002), “Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa”, in *BitNotes*, n. 6, Dicembre;
- PERRINI FRANCESCO (1999), *Le nuove quotazioni alla borsa italiana. Evidenze empiriche delle Pmi*, EGEA, Milano;
- Perrini Francesco, *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI: Star in nuovo segmento di Borsa e il Nuovo Mercato Egea 2000*
- PIVATO GIORGIO (1976), “La quotazione di borsa di aziende societarie”, in *Banche e Banchieri*, n. 9, Settembre;
- Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 2009.
- Purnanandam A.K., Swaminathan B. (2004), “Are IPOs Really Underpriced”, in *Review of Financial Studies*, vol. 17 (3),
- Rappaport A., *La strategia del valore. Le nuove regole della performance aziendale*, F. Angeli, Milano, 1989
- RAVASI DAVIDE (2002), “*La quotazione in borsa delle imprese familiari*” in RAVASI DAVIDE, ZATTONI ALESSANDRO, BRUNI MASSIMILIANO, *Gruppi di imprese, quotazioni e privatizzazioni. La discontinuità negli assetti istituzionali*, EGEA, Milano.
- RAVASI DAVIDE, MARCHISIO GAIA (2001), “Family firms and the decision to go public: a study of Italian IPOs”, SDA BOCCONI, Research Division Working Paper No. 01-45, March.

- Rigamonti S. (2005), *Nuove quotazioni alla borsa italiana. Separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria*, Franco Angeli, Milano.
- Ritter J., «Investment banking and securities issuance», in G. Constantinides, M. Harris, w R. Stulz (a cura di) *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science, 2003, pp. 277-279.
- Ritter J., «The long-run performance of Initial Public Offerings», *Journal of Finance*, vol. 46, 1991.
- Ritter J.R. (1984), “The Hot Issues Market of 1980”, in *Journal of Business*, n. 57 (2), pp. 215-240
- Ritter J.R., Welch, I., (2002), “A review of IPO activity, pricing, and allocations”. in *Journal of Finance*, 57, 1795–1828. 25
- Ritter Jay R. (2003), “*Differences between European and American IPO Market*”, *European Financial Management*, Vol. 9, N. 4;
- Robinson J, *Ideologie e scienza economica*, Sansoni, Firenze, 1966
- Rock K., «Why new issues are underpriced», *Journal of Financial Economics*, n. 15, 1986, pp. 187-212
- ROE MARK J. (2004), *La public company e i suoi nemici. Determinanti politiche del governo d'impresa*, Il Sole 24 ore, Milano;
- RÖELL AILSA (1996), “The decision to go public: An overview”, *European Economic Review*, n. 40; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER (1997), “Legal determinants of external finance”, *The Journal of Finance*, Vol. 52, n. 3, January;
- Rydqvist Kristian, Högholm Kenneth (1995), “Going public in the 1980s: Evidence from Sweden”, op.cit.;

- SALOMON RICHARD (1977), "Second thoughts on going public", *Harvard Business Review*, September-October;
- Schendel D. 1994 citato da D. Cerrato in *Sinergie* n.63/04 *opera citata*.
- Shiller R., *Stock price and social dynamics*, *The brooking Papers on Economic Activity*, Vol.2 (1984) pp. 457-510
- Silvestri G. e Pilati M., *La gestione strategica delle risorse umane: u nuovo patto tra direzione del personale e management*, in *Economia & Management* 1/ 2005 p. 98.
- SIMON HERBERT A (1985), *Causalità, razionalità, organizzazione*, Bologna, Il Mulino.
- Soda G., *Se la cattiva finanza affonda il capitale umano*, in *Economia & Management* 6/2005.
- Subrahmanyam Avanidhar, Titman Sheridan (1999), "The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets", *The Journal of Finance*, Vol. 54, n. 3;
- Sun L., Tobin D. (2005), "International Listing as a Mechanism of Commitment to More Credible Corporate Governance Practices: the case of the Bank of China (Hong Kong)", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, Number 1, January.
- Tian X. (2008), "The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation for Entrepreneurial Firms", Boston College WP.
- Tykvová T., Walz U. (2007), "How important is participation of different venture capitalists in German IPOs?", in *Global Financial Journal*, vol. 17, pp. 350-378.
- Vicari e Verona, *La generazione del vantaggio competitivo. Recenti sviluppi e nuove implicazioni per il Resource- Based Management*, in *Finanza, Marketing e Produzione* n 2/2000;
- Vicari S. " *Risorse aziendali e funzionamento d'impresa*" in *Economia & Management* n 3/1992.
- Vicari S., *Note sul concetto di valore*, *Finanza Marketing e Produzione* n.3/95

- Viganò E., *Azienda. Contributi per un rinnovato concetto generale*, Cedam, Padova, 2000¹
- Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate objective Function*”,
Journal of Applied Corporate Finance, 2001;
- Viganò R., *Il valore dell'azienda*, Cedam, Padova, 2001
- Welch I., (1989), “Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public Offerings”, in Journal of Finance, 44, 421-449.
- Yosha Oved (1995), “Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source”,
Journal of Financial Intermediation, n. 4;
- Zanda G., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, 2005.
- Zappa G. (1935), *Tecnica della speculazione di borsa*, Ravezzani Editore, Milano.
- Zappa G. (1937), *Il reddito d'impresa*, II edizione, Milano, Giuffrè;
- Zheng S.X. (2007), “Are IPOs really overpriced?”, in Journal of Empirical Finance, vol. 14
(3).