

**DP. 01/2018**

**Gruppo di Lavoro OIV**

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

**18 MAGGIO 2018**

## NOTA

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

Il presente documento costituisce la versione finale del risultato del gruppo di lavoro, pubblicato sul sito OIV in forma di *“exposure draft”* il 26 ottobre 2017. La versione finale del documento recepisce le modifiche introdotte a seguito delle lettere di commento ricevute.

# INDICE

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

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

29

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

35

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

38

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

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

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

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

71 *[30] La nota di sintesi del prospetto dovrebbe essere breve, semplice e di facile  
72 comprensione per gli investitori. Dovrebbe essere scritta in un linguaggio chiaro,*

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

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

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

114

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

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

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

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

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

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

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

152  
153  
154  
155  
156  
157  
158  
159  
160  
161  
162  
  
163  
164  
165  
166  
167  
168  
169  
  
170  
171  
172  
173  
174  
  
175

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

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

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

b. *il prospetto indica quanto segue:*

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

*oppure*

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

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

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

## 176 II. LA PRASSI DI MERCATO ITALIANA ED EUROPEA

177

### 178 2.1 L'esperienza italiana

179

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

186

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

193

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

200

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

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

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

215

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

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

225

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

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

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

## 233 **2.2 L'esperienza europea**

234

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

249

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

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

265 **3.1 Il metodo basato sui multipli**

266

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

268

269 • Il punto di partenza del processo di *pricing* di un'IPO consiste nel comparare le

270 *performances* operative e finanziarie della società quotanda con quelle di società già

271 quotate operanti nello stesso settore o in settori simili. Ciò sulla base del presupposto

272 che gli investitori fondino la propria decisione se sottoscrivere o acquistare le azioni

273 della società quotanda principalmente sulla base del confronto con società simili già

274 quotate. Sulla base della metodica di mercato (*market approach*), infatti, il valore di

275 mercato di una qualsiasi attività può essere ricavato dal valore di attività simili, perché

276 investitori razionali non sarebbero disposti a riconoscere per la specifica attività un

277 prezzo significativamente diverso rispetto a quello che il mercato già riconosce per

278 attività simili<sup>1</sup>. Lo strumento attraverso cui gli investitori effettuano questo confronto

279 è rappresentato dai multipli di società comparabili (di seguito "i multipli"). Per questa

280 ragione i multipli rappresentano, di norma, **un parametro utile per gli investitori ai**

281 **fini delle proprie considerazioni in merito all'investimento finanziario.** Analogo

282 metodo è utilizzato, inoltre, nelle operazioni di OPV e di aumenti di capitale di società

283 non ammesse alle negoziazioni in mercati regolamentati, nell'ambito delle quali, ai fini

284 della comparazione, vengono prese in considerazione società quotate o società non

285 quotate, le cui informazioni, in quest'ultimo caso, sono tratte dalla documentazione

286 societaria pubblicata (bilanci, verbali assembleare, ecc.).

287

288 • I multipli sono misure di "prezzi relativi" e non di "valori assoluti" e come tali:

289 a) soffrono di tutte le anomalie di mercato (*price anomalies*) che possono far deviare

290 i prezzi dai valori intrinseci (o assoluti) di una società. In fasi rialziste di mercato i

291 prezzi possono risultare superiori ai valori intrinseci e viceversa in fasi ribassiste, a

292 causa di variazioni di prezzi non giustificate dai fondamentali o di reazioni

293 eccessive a modifiche nei fondamentali;

294 b) risentono delle caratteristiche tipiche dello specifico mercato in cui sono negoziati

295 i titoli. I mercati organizzati in cui operano investitori istituzionali, sono diversi dai

296 mercati organizzati in cui non operano tali investitori (per esempio perché il

297 flottante è troppo limitato o il controvalore del flottante in valore assoluto è

298 troppo contenuto). Ed ancora i mercati non regolamentati sono diversi dai mercati

299 organizzati<sup>2</sup>.

---

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

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

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

- 309
- 310 • I multipli sono di più semplice calcolo e applicazione rispetto ai criteri di valutazione  
311 assoluti: non richiedono stime di costo del capitale, né sono soggetti alle *assumptions*  
312 stringenti degli altri modelli di valutazione. Tuttavia, proprio perché non sono  
313 strumenti di valutazione assoluta, anche quando il prezzo delle azioni di una società  
314 quotanda esprimesse multipli sostanzialmente allineati a società perfettamente  
315 comparabili ciò non garantirebbe in alcun modo un allineamento del prezzo al valore  
316 fondamentale della società. Ciò in quanto a seconda delle fasi di mercato i titoli  
317 possono essere anche largamente sopra o sottovalutati rispetto ai loro valori  
318 fondamentali (calcolabili sulla base di criteri di valutazione assoluti).
  - 319
  - 320 • Semplicità di calcolo dei multipli non significa oggettività. I multipli sono caratterizzati  
321 da una elevata dose di soggettività che riguarda: la selezione dei multipli,  
322 l’individuazione delle società comparabili, la modalità di costruzione dei multipli e le  
323 loro modalità d’uso. Due soggetti possono giungere a risultati molto diversi in  
324 relazione alle scelte compiute in ciascuna di queste fasi. E’ necessario pertanto che nel  
325 prospetto siano fornite adeguate spiegazioni in merito alle scelte compiute<sup>4</sup>.
  - 326
  - 327 • Le IPO si caratterizzano per un livello di incertezza ed asimmetria informativa  
328 maggiore di qualsiasi altro evento aziendale di natura straordinaria (fusioni,  
329 acquisizioni, *management buyout*, ecc.) dove le controparti sono generalmente molto  
330 più informate di quanto non lo siano gli investitori in titoli di nuova quotazione.  
331 Imprese in precedenza non conosciute o comunque poco conosciute devono  
332 convincere il mercato ad investire nei loro titoli. In allegato 1 è descritto il processo

---

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

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

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

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

339

- 340 • I multipli sono rapporti che pongono, di norma, al numeratore i prezzi di mercato ed  
341 al denominatore variabili di natura fondamentale che si presume costituiscano un  
342 *driver* di formazione dei prezzi<sup>5</sup>. I multipli sono misure di prezzi relativi. Il modo più  
343 semplice per comprendere il contenuto informativo di un multiplo consiste nel  
344 paragonarlo ad altre misure di prezzo relativo molto diffuse nella pratica, quale ad  
345 esempio il prezzo al metro quadrato di un terreno o di un immobile. Se esistono  
346 immobili simili a quello oggetto di valutazione, il prezzo al metro quadrato di immobili  
347 comparabili può essere un valido strumento per valutare l'immobile di interesse.  
348 Anche quando non vi sono immobili simili, il prezzo al metro quadro di altri immobili  
349 che potrebbero rappresentare un'alternativa per l'investitore rappresenta comunque  
350 una informazione utile di confronto.

351

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

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

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

---

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

375  
376  
377  
378  
379  
380  
381  
382  
383  
384  
385  
386  
387  
388  
389  
390  
391  
392  
393  
394  
395  
396  
397  
398  
399  
400  
401  
402  
403  
404  
405  
406  
407  
408  
409  
410  
411

- Pertanto, i multipli, secondo la letteratura più accreditata, dovrebbero assolvere a due principali funzioni:
  - a) *strumento di valutazione*: quando è possibile individuare società *strettamente comparabili* e dunque i multipli sono utilizzati per stimare il *range* di prezzo o il prezzo del titolo di nuova emissione o comunque di nuova quotazione. Ciò significa anche che se non esistono imprese simili già quotate o comunque con titoli diffusi fra il pubblico i multipli non possono essere strumento di valutazione e quindi la valutazione della impresa quotanda dovrà fondarsi su criteri assoluti;
  - b) *strumento segnaletico*: quando non esistono società *strettamente comparabili*, o comunque non sono stati utilizzati multipli di società comparabili per stimare il *range* di prezzo o il prezzo del titolo di nuova emissione o comunque di nuova quotazione. In quest’ambito i multipli assolvono alla funzione di mero confronto con le alternative di investimento più simili a disposizione dell’investitore (società *solo parzialmente comparabili*).
- I multipli per poter essere strumenti di valutazione economica (e rispondere quindi ad un *theoretical model*) debbono alternativamente far riferimento a denominatore a:
  - a) quantità prospettiche: ciò in quanto il numeratore del multiplo – ovvero il valore di mercato della società – è funzione dei risultati attesi (di seguito per semplicità chiameremo questi multipli, “multipli prospettici”)<sup>6</sup>. Tipicamente questi multipli prospettici sono presenti nelle ricerche preparate dagli analisti del consorzio di collocamento;
  - b) quantità storiche rettificate: solo nei casi in cui il risultati storici, sia per la società quotanda che per il *panel* delle società comparabili individuate, siano una *proxy* dei risultati conseguibili almeno nel primo anno di previsione prospettica. In questo caso, è comunque opportuno utilizzare dati storici rettificati in quanto la sterilizzazione delle componenti di reddito transitorie consente di identificare un reddito medio normale storico proiettabile anche nel futuro (di seguito per semplicità chiameremo questi multipli, “multipli storici rettificati”)<sup>7</sup>.
- Nei Prospetti, di norma, sono riportati multipli costruiti su quantità storiche non rettificate (di seguito “multipli storici”). I multipli storici non possono essere strumenti valutativi perché privi di teoria economica (*untheoretical model*), in quanto il prezzo è funzione dei risultati attesi e non dei risultati storici<sup>8</sup>. I risultati storici (della società quotanda e dei

---

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

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

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

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

- 423
- 424 • L’esperienza nel nostro paese non consente di evidenziare una relazione fra lo sconto (o  
425 premio) del/i multiplo/i storico/idella società quotanda rispetto alla media delle società  
426 comparabili e il rendimento del titolo successivo alla quotazione.
  - 427
  - 428 • In letteratura è stata comunque dimostrata la rilevanza dei multipli fondati su misure  
429 storiche<sup>9</sup>. La ragione di ciò è strettamente legata alla *value relevance* dell’informazione  
430 contabile (che per sua natura è storica). In altre parole l’informazione contabile è un *driver*  
431 di formazione dei prezzi e contribuisce a costruire le aspettative.
  - 432
  - 433 • La diversa natura dei due tipi di multipli (prospettici o storici rettificati da un lato e storici  
434 dall’altro) fa sì che i multipli storici (*untheoretical*) presentino una dispersione maggiore  
435 rispetto ai multipli prospettici o storici rettificati (*theoretical*)<sup>10</sup> e quindi forniscono  
436 indicazioni diverse. Nella maggior parte dei casi accade che se i multipli prospettici delle  
437 società comparabili contenuti nelle ricerche degli *equity analysts* che sono state emesse  
438 nella fase di *pre-marketing* prima della pubblicazione del Prospetto<sup>11</sup> sono in media a  
439 premio (o a sconto) rispetto agli omologhi multipli impliciti nel prezzo o nel *range* di prezzo  
440 della società quotanda o della società non quotata interessata all’aumento di capitale,  
441 questa stessa relazione vale anche per i multipli storici (di società comparabili e della  
442 società quotanda o non quotata interessata all’aumento di capitale), ancorché la misura  
443 del premio o dello sconto sia diversa (talvolta anche in misura significativa). Vi sono

---

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

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

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

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

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

459 Di seguito si riportano i dettagli delle sopra indicate fasi.  
460

461

462

### 462 3.1.2. La selezione dei multipli

463

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

491  
492  
493  
494  
495  
  
496  
497  
498  
499  
500  
501  
502  
503  
504  
505  
506  
507  
508  
509  
510  
511  
512  
513  
514  
515  
516  
517  
518  
519  
520  
521  
522  
523  
524  
525  
526  
527  
528  
529  
530  
531  
532  
533  
534  
535  
536

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

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

- Ciascun multiplo pone a rapporto un'unica misura di *performance* e quindi la dispersione fra i multipli trova spiegazione nelle altre variabili (c.d. residue) che non sono catturate dalla misura di *performance* posta a denominatore del multiplo. Così ad esempio la dispersione del multiplo EV/Ebitda può trovare spiegazione nella diversa intensità di capitale, nella diversa fiscalità, nel diverso grado di rischio, nelle diverse prospettive di crescita delle società comparabili. I multipli a minore dispersione per definizione rappresentano i multipli la cui misura di *performance* posta a denominatore cattura la maggiore informazione rilevante e quindi minimizza il contributo delle variabili residue. Se il multiplo EV/Ebitda è poco disperso significa che le società comparabili presentano profili simili quanto ad intensità di capitale, fiscalità, ecc. e che quindi l'Ebitda – a parità di profilo di rischio, di fiscalità, ecc. - rappresenta il principale *driver* di valore.
- La selezione dei multipli riguarda principalmente l'assunzione di scelte relativamente a:
  - a) l'uso di quantità prospettiche, storiche rettifiche o semplicemente storiche;
  - b) l'uso di multipli *asset side* o *equity side*;
  - c) l'uso di multipli reddituali o patrimoniali;
  - d) l'uso di multipli riferiti all'intero gruppo o alle singole divisioni (somma di parti);
  - e) la selezione delle misure di reddito e di consistenze patrimoniali ritenute più significative.
- In linea di principio le scelte sono funzione:
  - i. **In caso di OPV o aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati**, della presenza o meno di società strettamente comparabili da cui discende la stessa finalità dei multipli (strumento di valutazione o strumento segnaletico) e ciò determina la scelta fra multipli prospettici o storici rettificati e multipli storici *tout court*. In particolare nel Prospetto dovrebbe essere indicato se si è fatto uso dei multipli a fini valutativi, per la stima del valore di mercato delle azioni dell'emittente. **In caso di IPO**, quando i multipli sono stati utilizzati ai fini della valutazione da parte degli analisti del consorzio occorre illustrare nel Prospetto se si è fatto uso di multipli prospettici (indicando quali anni futuri) e/o storici rettificati (descrivendo la natura delle rettifiche). Occorrerebbe altresì chiarire se tali multipli utilizzati ai fini della valutazione forniscono indicazioni significativamente diverse da quelle contenute nei multipli storici e spiegarne le ragioni. La maggiore differenza fra multipli prospettici e storici riguarda normalmente i multipli reddituali, piuttosto che i multipli patrimoniali e fra i

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

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

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

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

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

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

590

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

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

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

600

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

617

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

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

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

### 644 3.1.3. La costruzione dei multipli

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

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

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

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

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

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

702  
703

#### 704 3.1.4. La selezione delle società comparabili

705

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

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

726

727 • Per le OPV/aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati  
728 regolamentati la comparabilità deve muovere da un'analisi delle caratteristiche della  
729 società non quotata che sta effettuando l'aumento di capitale o l'operazione di vendita di  
730 azioni (OPV) ritenute utili per la selezione delle società comparabili. Pertanto,  
731 l'individuazione delle società comparabili è frutto di un'analisi complessa svolta per livelli  
732 di successiva scrematura delle società che, per settore di attività, caratteristiche di natura  
733 fondamentale, sistema di *governance*, ecc., possono essere considerate confrontabili con  
734 la società interessata all'aumento di capitale. Non esistono criteri univoci per la  
735 individuazione di società comparabili, ma un corretto processo di selezione dei  
736 comparabili richiede che siano indagate le differenze nei principali *value drivers* delle  
737 diverse società.

738

739 • In particolare, nelle OPV e negli aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati  
740 in mercati regolamentati, ai fini della determinazione del prezzo di offerta, l'Emittente  
741 potrebbe tenere conto delle perizie redatte da esperti indipendenti. Nella selezione delle  
742 società comparabili riportate nel Prospetto, l'Emittente dovrebbe valutare la coerenza  
743 rispetto a tali perizie, nonché evidenziare e motivare eventuali divergenze, le quali, ove  
744 esistenti, dovrebbero essere oggetto di inserimento di appositi *warning* nel Prospetto.

745

746 • In generale, la comparabilità non riguarda solo:

747 a) la società interessata all'operazione ma si estende, per quanto possibile, anche  
748 alla confrontabilità fra le società comparabili;

749 b) i parametri fondamentali (settore, dimensione, redditività, rischio, crescita e  
750 fiscalità), ma riguarda anche il mercato in cui sono scambiati i titoli e la *governance*  
751 delle società.

752

753 • Tra gli elementi che dovrebbero essere considerati nella selezione delle società  
754 comparabili riguardano si possono includere (la lista non è esaustiva):

755 a) il settore di appartenenza;

756 b) la dimensione;

757 c) la redditività;

758 d) il rischio (operativo e finanziario);

759 e) le prospettive di crescita;

760 f) la fiscalità;

761 g) il mercato in cui sono scambiati i titoli;

762 h) il sistema di *governance* (controllo, flottante, ecc.);

763 i) il posizionamento competitivo.

764

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

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

772

773 • In letteratura è stato rilevato come:

774 a) l'industria da sola non sia un parametro sufficiente a garantire l'individuazione di  
775 un *panel* accurato di comparabili e come l'introduzione di altre variabili possa  
776 migliorare considerevolmente la comparabilità. La scelta di tali variabili richiede  
777 giudizio professionale<sup>12</sup>;

778 b) la scelta di società comparabili costituisca la fase del processo di applicazione dei  
779 multipli da cui più dipende il risultato finale e per questa ragione in sede di IPO vi  
780 è un elevato rischio di comportamenti opportunistici<sup>13</sup>.

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

783

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

793

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

---

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

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

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

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

804

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

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

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

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

826

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

831

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

834

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

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

841 Non esiste un criterio scientifico per poter dire se sia migliore un campione ampio od  
842 un campione ridotto di società comparabili<sup>15</sup>. In letteratura si ritiene che normalmente  
843 un numero di società comparabili compreso fra 5 e 10 consenta di disporre di un  
844 adeguato spettro informativo<sup>16</sup>. Il vantaggio informativo connesso ad un aumento nel  
845 numero delle società comparabili oltre le 10 è pagato al prezzo di una minore  
846 accuratezza della stima di valore tramite multipli<sup>17</sup>. In linea di principio si può dire che  
847 se si dà peso a società i cui multipli contengono poca informazione incrementale a  
848 spese di quelle che contengono maggiore informazione, accrescere il numero di  
849 società comparabili riduce l'accuratezza dell'analisi. Pertanto la comparazione  
850 dovrebbe spingersi sino a ricomprendere tutta l'informazione più rilevante, senza  
851 eccedere nel numero di società comparabili<sup>18</sup>.

- 852
- 853 • La selezione delle società comparabili dovrebbe anche consentire di comprendere  
854 perché alcune società mostrano multipli inferiori ad altre, alla luce delle variabili  
855 (fondamentali, di mercato e di *governance*) identificate come rilevanti. Bisogna evitare  
856 che la comparazione escluda senza un'adeguata spiegazione le società che attraverso  
857 criteri oggettivi sarebbero individuabili come comparabili e che presentano multipli  
858 più contenuti rispetto a quelle individuate come comparabili.
  - 859
  - 860 • Se i multipli di società che potrebbero essere selezionate sulla base di criteri oggettivi,  
861 ma che il giudizio professionale di comparabilità ha escluso, sono significativamente  
862 diversi da quelli delle società comparabili selezionate, i prospetti dovrebbero riportare  
863 i multipli di società comparabili dividendoli in due gruppi:
    - 864 ○ Comparabili di *tier 1*: società che sulla base del giudizio professionale sono  
865 individuate come comparabili;
    - 866 ○ Comparabili di *tier 2*: società identificabili sulla base di criteri oggettivi (settore,  
867 mercato, geografia), senza applicazione di giudizio professionale

---

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

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

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

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

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

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

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

### 901 3.1.5. Le misure di confronto

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

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

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

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

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

944

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

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

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

- Nelle OPV e negli aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati, quando invece i multipli non sono uno strumento di valutazione, ma solo uno strumento segnaletico è necessario fornire, se possibile, una gerarchia dei multipli evidenziando i multipli a minore dispersione.
- In presenza di più multipli<sup>19</sup> utilizzati a fini valutativi “(...) si pone il problema della ricerca di una convergenza fra le diverse indicazioni che ciascuno di essi esprime. Talora è più utile ragionare in termini di fasce di valori, anziché di valori puntuali, ricordando che l’area di sovrapposizione delle diverse stime è individuata dal massimo dei minimi e dal minimo dei massimi. Altre volte è necessario un ritorno all’esame dei fondamentali per rivedere la selezione dei coefficienti rilevati per i moltiplicatori o per individuare una gerarchia fra questi ultimi. Sono da evitare le soluzioni rappresentate da medie fra stime strutturalmente diverse, o da ‘range’ confusamente costruiti”

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

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

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

---

<sup>19</sup> Commento al PIV III.1.38

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

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

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

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

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

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

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

1048  
1049  
1050  
1051  
1052  
1053  
1054  
1055  
1056  
1057  
1058  
1059  
1060  
1061  
1062  
1063  
1064  
1065  
1066  
1067  
1068  
1069  
1070  
1071  
1072  
1073  
1074  
1075  
1076  
1077  
1078  
1079  
1080  
1081  
1082  
1083  
1084  
1085  
1086  
1087  
1088  
1089  
1090  
1091

- La selezione del metodo o dei metodi valutativi indiretti (assoluti) dipende essenzialmente, da un lato, dal dispiegamento atteso dei driver di valore e, dall'altro lato, dalla base informativa disponibile. La combinazione di più metodi è possibile, a condizione che ciascuno offra un contributo complementare e razionalmente accettabile rispetto all'individuazione del valore ricercato. Sono da evitare gli accostamenti scomposti e soprattutto le associazioni di metodi fra i quali esistono evidenti rapporti di incompatibilità logica ovvero di ordinazione/dominanza tecnica. Nella sintesi valutativa, dunque, sono da evitare affiancamenti o combinazioni di metodi che siano illogiche o incoerenti. Per esempio, una valutazione basata su flussi di risultati attesi derivanti da un piano industriale o *business plan* più o meno articolato è di ordine superiore a valutazioni pur sempre incentrate su flussi di risultato, ma di tipo semplificato (come la capitalizzazione di risultati storici medi-normalizzati distribuibili). Analogamente, sussiste un'evidente incompatibilità di scenario fra metodo che contempla una traiettoria di crescita/sviluppo e uno che ipotizza uno stato stazionario o, peggio, una prospettiva di declino del vantaggio competitivo. Ancora, nel caso di un'impresa bancaria, non è ragionevole accostare una valutazione strettamente reddituale con una stima secondo il metodo dei dividendi attualizzati o *dividend discount model* (DDM), nella variante *excess capital*, se non si procede, preventivamente, a stabilire quanto importante siano i coefficienti di patrimonializzazione, anche ai fini della redditività futura.
- Indipendentemente dal metodo o dai metodi indiretti (assoluti) selezionati e adottati, il procedimento di stima deve essere condotto in modo ordinato e controllato<sup>20</sup>, dando notizia di ciò agli investitori potenziali.
- In specie in sede di adozione di un metodo valutativo indiretto (assoluto) basato sui flussi di risultato futuri e di tipo non semplificato, la base informativa risulta incentrata, di regola, su un piano industriale o *business plan*. Tale piano deve essere anzitutto vagliato, attentamente, sotto il profilo della sostenibilità<sup>21</sup>. Qualora l'arco temporale di riferimento del piano disponibile sia relativamente contenuto (per esempio, tre anni/esercizi), si deve procedere – dandone notizia – a estendere, mediante proiezioni ragionate e sinteticamente esplicitate, l'orizzonte temporale almeno sino al momento della prevedibile stabilizzazione di tutti i driver di valore (marginalità, tasso di reinvestimento e crescita, oltre naturalmente al costo del capitale). Ciò anche ai fini di un'attendibile stima del valore residuo o terminale, che può incidere anche molto significativamente sul risultato valutativo finale.
- In mancanza di un piano industriale o *business plan* contenente proiezioni sul futuro attendibili e sostenibili, l'effettuazione di una valutazione indiretta (assoluta) può essere ancora operata tenendo conto dei flussi di risultato aziendali, focalizzando però l'attenzione sui dati storici e sulla stabilizzazione dei driver di valore per il futuro. Si può, in tal caso, ricorrere a metodi reddituali semplificati, che capitalizzano il risultato storico medio-normalizzato distribuibile; nella loro impostazione basilare o "pura", simili metodi postulano condizioni stabilizzate di tipo stazionario (fra le altre, l'ipotesi

---

<sup>20</sup> Cfr. PIV 1.4.3.

<sup>21</sup> Cfr. PIV III.1.2.

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

### 1096 3.2.2. Impostazione asset side ovvero equity side della valutazione

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

---

<sup>22</sup> Cfr. PIV III.1.15. e relativo Commento.

1135

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

1137

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

1142

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

1152

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

1160

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

1165

1166 3.2.4. Stima del valore terminale o residuo

1167

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

1173

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

1180

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

1185

1186

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

1189

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

1196

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

1199

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

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

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

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

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

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

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

1262 • E’ opportuno che il prospetto indichi:

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

1265 ○ l’eventuale saggio di crescita utilizzato nella stima del valore terminale e le sue  
1266 determinanti (saggio di inflazione, ritenzione dell’utile e rendimento del  
1267 capitale, ecc.). Particolare attenzione va riservata al fatto che uno stesso saggio  
1268 di crescita nella stima del valore terminale può generare effetti diversi in  
1269 relazione alla crescita prevista degli utili nel periodo di previsione esplicita. .

### 1270 3.2.6. Emittenti coinvolti in processi di ristrutturazione e turnaround

1271 • Il *pricing* di strumenti finanziari legati ad AuCap relativi ad emittenti interessati da  
1272 processi di ristrutturazione o di *turnaround* richiede apposite cautele.

1273

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

### 1281 3.2.7. Società di nuova costituzione (start-up), senza una storia significativa o con risultati 1282 attesi inizialmente negativi

1283 • L’impiego di metodi valutativi indiretti nel *pricing* di un’IPO da parte di una società di  
1284 recente costituzione (*start-up*) richiede particolare cautela nell’elaborazione delle  
1285 stime e nella prospettazione degli esiti ai potenziali investitori. Il principale problema  
1286 riguarda il fatto che le previsioni relative alle performance future di società di recente  
1287 costituzione si riferiscono allo scenario più probabile il quale raramente coincide con  
1288 lo scenario medio atteso. In questi casi è opportuno adottare particolare prudenza  
1289 nella stima del tasso di sconto, il quale può risultare significativamente più elevato del  
1290 costo del capitale che sarebbe calcolabile sulla base di criteri tradizionali (es. CAPM,  
1291 riferito a società comparabili).

### 1292 3.2.8. Riassorbimento di sovra-indebitamento pregresso

1293 • Un’iniziativa di IPO o AuCap può essere conseguente anche ad operazioni di finanza  
1294 straordinaria qualificate dall’intenso impiego della logica della leva finanziaria e  
1295 comportanti, quindi, un elevato indebitamento finanziario netto a carico della società  
1296 emittente. Simili dinamiche possono conseguire, tipicamente, ad operazioni di tipo  
1297 *leveraged buy out* (LBO) e *management buy out* (MBO).

1298 In questi casi l'aspetto di maggior rilievo è rappresentato dal fatto che la valutazione  
1299 *pre-money* rifletterebbe una struttura finanziaria destinata a mutare con il  
1300 collocamento dei titoli di nuova emissione ed il rimborso del debito. Per questa  
1301 ragione normalmente:  
1302     ○ la stima del costo del capitale è effettuata *post money* assumendo la struttura  
1303 finanziaria che la società assumerebbe *post-money*;  
1304     ○ non si considerano gli oneri (e più generale le conseguenze) in capo alla società  
1305 attribuibile alla eventuale rottura di vincoli finanziari (c.d. *covenants*) sul  
1306 debito.

### 1307 3.2.9. Emittente derivante da corporate spin-off

1308     • Nel caso in cui l'operazione di IPO o AuCap sia effettuata da un emittente che deriva  
1309 da un'iniziativa di *spin-off*, la valutazione con metodi indiretti richiede di rivolgere  
1310 apposita cautela e cura nei legami convenzionali e contrattuali che, di regola,  
1311 sussistono fra l'emittente e la *parent company*, avendo riguardo sia al più breve  
1312 termine che al più lungo orizzonte temporale. Va infatti sottolineato che, tipicamente,  
1313 l'operatività corrente e prospettica degli *spin-off* è sensibilmente condizionata da un  
1314 ambiente più o meno favorevole e abilitante rappresentato proprio dai rapporti  
1315 giuridici e quindi anche tecnico-operativi sussistenti con la *parent company*.

1316 Simili rapporti, se concorrono a rendere ragionevoli prospettive di risultati (anzitutto  
1317 operativi) e di crescita più o meno incoraggianti o ambiziose, possono altresì essere  
1318 segnaletici di eventuali dipendenze o rischi, di tipo legale o competitivo. E' necessario  
1319 pertanto che siano indicato come il rischio di "dipendenza" è stato considerato nella  
1320 valutazione.

### 1321 3.2.10. Rilevante generazione ovvero disponibilità di liquidità

1322     • Un'altra fattispecie meritevole di apposita trattazione è rappresentata da società che  
1323 strutturalmente si caratterizzano per una posizione finanziaria positiva. In questi casi l'IPO  
1324 generalmente avviene per consentire agli azionisti esistenti di dismettere (in toto o in  
1325 parte) la propria partecipazione o per consentire alla società di acquisire risorse per  
1326 finanziare percorsi di crescita esterna.  
1327     • Poiché il valore intrinseco di queste aziende è normalmente stimato sulla base di criteri  
1328 fondati sui flussi distribuibili agli azionisti, assume particolare rilievo:  
1329     ○ il payout assunto nella valutazione;  
1330     ○ il rendimento degli utili non distribuiti;  
1331     ○ il costo del capitale che deve riflettere un leverage negativo (ovvero una posizione  
1332 finanziaria attiva).

### 1333 3.2.11. Giustificazione dell'impiego della logica di somma delle parti

1334     • L'adozione dell'approccio per somma di parti (*sum of the parts* o SoP) deve essere  
1335 adeguatamente motivata e giustificata, ad esempio nel caso in cui l'emittente sia una  
1336 società capogruppo di un gruppo con *business* significativamente differenti fra loro in  
1337 termini di prospettive di crescita e di rischi.

- 1338 • Nei settori regolamentati il criterio per somma di parti assume rilievo anche per  
1339 business simili quando questi ultimi costituiscono legal entity autonome e la  
1340 regolamentazione per entità autonome o appartenenti ai gruppi è differente.

1341 3.2.12. Execution risk delle attività pianificate

- 1342 • Un profilo comune all'impiego di qualsiasi modello valutativo indiretto focalizzato  
1343 sulle previsioni di risultati attesi e futuri, specialmente se associati a progetti o  
1344 iniziative più o meno innovativi o differenti rispetto alla storia aziendale, concerne il  
1345 grado di rischio intrinseco nell'implementazione di nuovi impieghi e di nuove attività  
1346 economico-produttive. Tanto nell'elaborazione delle stime quanto nell'esposizione  
1347 degli esiti valutativi, pertanto, si può vagliare se e come tenere e dare conto del  
1348 cosiddetto "*execution risk*", essenzialmente legato al grado di ambizione degli obiettivi  
1349 desiderati e prefissati rispetto alle capacità e competenze disponibili o prontamente  
1350 acquisibili per il loro perseguimento, quindi alla possibilità di mancato raggiungimento  
1351 dei risultati attesi per svariati fattori causativi.
- 1352 • Nel caso di IPO o AuCap, è possibile delineare circostanze e situazioni concrete che, di  
1353 regola, pongono maggiormente la questione dell'esplicitazione dell'*execution risk*  
1354 tanto nel momento valutativo quanto in sede di rappresentazione di risultati e  
1355 implicazioni a terzi. Esempi indicativi possono essere:
- 1356 ○ emittenti stabilmente o transitoriamente caratterizzati da importanti  
1357 sforzi nell'innovazione e, in particolare, società con ingenti progetti di  
1358 studio e lancio di nuovi prodotti;
  - 1359 ○ emittenti interessati da iniziative e progetti strategico/imprenditoriali  
1360 piuttosto radicali e in relativa discontinuità rispetto alla storia/struttura  
1361 aziendale, come nel caso di entrata o di cambiamento sensibile del *mix*  
1362 di *business* presidiati, di mercati geografici serviti, di tecnologie di base  
1363 impiegate, ecc.;
  - 1364 ○ emittenti significativamente, se non totalmente, impegnati in mercati  
1365 geografici emergenti;
  - 1366 ○ emittenti rappresentati da società *start-up*;
  - 1367 ○ emittenti interessati da processi di ristrutturazione o in fase di  
1368 *turnaround*;
  - 1369 ○ emittenti il cui piano industriale o *business plan* posto a base della  
1370 valutazione a fini di IPO e AuCap sia il portato di un gruppo  
1371 direzionale/manageriale, se non addirittura di una compagine  
1372 societaria, relativamente nuovo/nuovi, in quanto oggetto di  
1373 avvicendamenti in tempi piuttosto recenti.

1374 3.2.13. Emittenti rappresentati da banche e altre società finanziarie

- 1375 • Nel caso di IPO o AuCap intraprese da imprese bancarie o comunque finanziarie, un  
1376 modello valutativo indiretto (assoluto) frequentemente adottato è il metodo dei  
1377 dividendi attualizzati o dividend discount model (DDM) nella versione excess capital.  
1378

1379

1380 **4. PROPOSTE DI STANDARDIZZAZIONE DELLE INFORMAZIONI RESE**  
1381 **NEI PROSPETTI RELATIVI ALLE IPO E AGLI AUCAP E OPV DI SOGGETTI**  
1382 **NON QUOTATI**

1383

1384 **4.1. Proposte relative al metodo dei multipli**

1385 L'applicazione del criterio dei multipli richiede giudizio professionale e non è il risultato di un  
1386 calcolo meccanico. Le IPO si caratterizzano per una elevata asimmetria informativa fra  
1387 emittente (e suoi *advisor*) ed investitori, è necessario pertanto che il Prospetto riporti  
1388 un'adeguata *disclosure* in merito alle scelte compiute nell'applicazione del criterio dei multipli  
1389 e se si è fatto riferimento alle scelte compiute dagli analisti appartenenti al Consorzio di  
1390 Collocamento e al *Global Coordinator*.

1391 In questo paragrafo sono sintetizzate le proposte di standardizzazione che sono emerse nella  
1392 parte precedente, suddivise in relazione all'uso che è stato fatto dei multipli e per ciascuna  
1393 delle quattro fasi che compongono il processo di applicazione del criterio dei multipli.

1394

1395 **A) Uso dei multipli**

1396 In caso di IPO:

- 1397 a) dichiarare se i multipli sono stati utilizzati dagli analisti delle banche del consorzio di  
1398 collocamento e in particolare da quelli dei *Global Coordinator* come criterio di valutazione  
1399 o solo come misura indicativa (o criterio di controllo/*sanity check*);
- 1400 b) ove i multipli utilizzati dall'emittente (storici) sono diversi da quelli utilizzati dagli *equity*  
1401 *analyst*, e in particolare da quelli del *Consorzio di Collocamento* e del *Global Coordinator*,  
1402 nella fase di *pre-marketing* (prospettici, storici rettificati):
- 1403 i. evidenziare tale circostanza richiamando la prassi adottata in generale dagli analisti;  
1404 ii. indicare che i multipli storici riportati nel prospetto assolvono esclusivamente ad una  
1405 funzione segnaletica;
- 1406 c) nel caso in cui (come di norma) il prospetto riporti il *range* di prezzo quale risultante  
1407 dell'attività di *pre-marketing* svolta dagli analisti e dai *sales* delle banche che fanno parte  
1408 del consorzio di collocamento e su tale *range* vengono costruiti i multipli della società  
1409 quotanda, fornire adeguata descrizione di tale circostanza nel Prospetto.

1410

1411 In caso di aumento di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati  
1412 e OPV:

- 1413 a) dichiarare quando i multipli sono stati utilizzati come criterio di valutazione o solo come  
1414 misura indicativa (o criterio di controllo/*sanity check*);
- 1415 b) spiegare quali multipli sono stati utilizzati (prospettici, storici rettificati o storici).
- 1416 c) ove i multipli utilizzati dall'emittente non risultano coerenti con quelli utilizzati in  
1417 eventuali perizie di terzi indipendenti utilizzate ai fini della determinazione del prezzo,  
1418 evidenziare e motivare tale circostanza e richiamare quanto indicato dai periti, anche  
1419 inserendo appositi warning.

1420

1421

1422 **B) Selezione dei multipli**

1423

1424 a. I criteri e i parametri di selezione devono trovare adeguata illustrazione nel Prospetto,  
1425 in particolare nel capitolo 5 della Nota Informativa.

1426

1427 b. Nel caso in cui nella selezione dei multipli effettuata dall'Emittente sussistano delle  
1428 divergenze rispetto a quanto uniformemente espresso dagli *equity analysts* del  
1429 consorzio di collocamento, e in particolare da quelli *dei Global Coordinator*, il prospetto  
1430 riporta: (i) gli opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta operata; (ii)  
1431 appositi *warning* per evidenziare la divergenza da dette indicazioni degli analisti.

1432

1433 c. Nei casi in cui i multipli storici riportati nel prospetto forniscono indicazioni  
1434 significativamente diverse dai multipli prospettici (in genere utilizzati dagli analisti), ad  
1435 esempio è il caso in cui i multipli storici della società interessata all'IPO risultano a  
1436 sconto rispetto alla media dei *peers* mentre i multipli prospettici della stessa società  
1437 sono a premio rispetto ai *peers*, occorre riportare in forma narrativa l'indicazione che i  
1438 multipli prospettici potrebbero fornire indicazioni diverse da quelle dei multipli storici  
1439 nella comparazione relativa della società interessata all'IPO e dei *peers* e le eventuali  
1440 possibili ragioni.

1441

1442 d. Esplicitare il criterio di selezione:

1443 i. Multipli a minore dispersione;

1444 ii. Multipli più usati dagli analisti che seguono le società comparabili;

1445 iii. Multipli usati dagli analisti nelle ricerche emesse nella fase di *pre-marketing*;

1446 iv. Multipli selezionati sulla base di altri criteri (da illustrare)

1447 Nel caso in cui i multipli sono utilizzati a fini valutativi, fornire anche indicazione:

1448 v. degli eventuali *business* che non sono stati valutati sulla base dei multipli;

1449 vi. della presenza di sconti rispetto alla valutazione per somma di parti di imprese  
1450 diversificate nello stesso settore.

1451 e. Esplicitare le motivazioni per l'eventuale esclusione di multipli:

1452 i. *Equity side*

1453 ii. Patrimoniali

1454 iii. A livello di gruppo nel suo complesso

1455

1456 **C) Costruzione dei multipli**

1457 a. Il prospetto dovrebbe riportare le modalità con cui sono calcolati i multipli e le ragioni  
1458 delle scelte compiute. In particolare, nel caso in cui nella costruzione dei multipli  
1459 effettuata dall'Emittente sussistano delle divergenze rispetto a quanto uniformemente  
1460 espresso dagli analisti del Consorzio di Collocamento, e in particolare da quelli del

1461 Global Coordinator, il prospetto riporta: (i) gli opportuni elementi informativi a  
1462 supporto e a motivazione della scelta; (ii) appositi *warning* per evidenziare la divergenza  
1463 dalle indicazioni degli analisti.

1464 b. Inoltre, si dovrebbe evidenziare se i multipli sono stati elaborati:

1465 i. su base *fully diluted* (considerando cioè gli effetti dei piani di *stock option*, di  
1466 eventuali obbligazioni convertibili o *warrants in the money* rispetto al prezzo o al  
1467 *range* di prezzi della quotazione);

1468 ii. tenendo conto dei limiti dell'uso di informazione contabile nella stima  
1469 dell'*Enterprise Value* in presenza di società molto indebitate e/o a rilevante  
1470 presenza di *minorities*;

1471 iii. escludendo dal calcolo dell'*Enterprise Value* tutte le attività che non concorrono  
1472 a formare il risultato contabile posto a denominatore del multiplo;

1473 Ogni scostamento dovrebbe essere adeguatamente descritto ed argomentato.

1474

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

1478

#### 1479 **D) Selezione di società comparabili**

1480

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

1484

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

1488

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

1495

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

1499

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

1504

- 1505 f. Se i multipli di società i cui titoli sono scambiati in altri mercati sono significativamente  
1506 diversi, occorrerebbe riportare separatamente i due gruppi di società comparabili.  
1507
- 1508 g. Nella presentazione dei multipli occorre indicare quali società sono meno comparabili  
1509 per lo specifico multiplo (ad esempio multiplo P/E di società con rapporti di  
1510 indebitamento significativamente diversi da quelli delle altre imprese comparabili).  
1511
- 1512
- 1513 h. In caso di OPV e aumenti di capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati  
1514 regolamentati se i multipli sono stati utilizzati come criterio di valutazione, le società  
1515 dovrebbero essere strettamente comparabili, selezionate sulla base di una pluralità di  
1516 elementi che devono essere esplicitati. Un elenco (non esaustivo) dei parametri da  
1517 considerare è il seguente:
- 1518 i. il settore di appartenenza;
- 1519 ii. la dimensione;
- 1520 iii. la redditività;
- 1521 iv. il rischio (operativo e finanziario);
- 1522 v. le prospettive di crescita;
- 1523 vi. la fiscalità;
- 1524 vii. il mercato in cui sono scambiati i titoli;
- 1525 viii. il sistema di *governance* (controllo, flottante, ecc.);
- 1526 ix. il posizionamento competitivo.

1527 Occorre esplicitare quali di questi (o altri) elementi sono stati considerati e spiegarne  
1528 il motivo.

1529 Nel caso in cui le società siano solo parzialmente coparabili ed il criterio dei multipli  
1530 sia solo un criterio di controllo sarebbe opportuno indicare come sono state  
1531 selezionate le società ed i relativi multipli.

1532 Nel caso in cui nella selezione delle società comparabili effettuata dall'Emittente  
1533 sussistano delle incoerenze rispetto a quanto indicato nelle eventuali perizie di esperti  
1534 indipendenti alla base della determinazione del prezzo il prospetto riporta: (i) gli  
1535 opportuni elementi informativi a supporto e a motivazione della scelta; (ii) apposito  
1536 appositi *warning* per evidenziare la citata divergenza.

1537 \* \* \*

1538 Eventuali elementi di criticità in relazione a tutti i sopra citati aspetti dovranno essere oggetto  
1539 di specifico fattore di rischio nell'ambito del prospetto.

1540

#### 1541 **4.2. Proposte relative ai metodi indiretti (assoluti) di valutazione**

1542

1543 L'applicazione dei metodi indiretti (assoluti) di valutazione richiede, di regola, l'uso di  
1544 informazione prospettica non disponibile agli investitori. L'asimmetria informativa  
1545 rispetto al criterio dei multipli è ancora più significativa. In questo paragrafo, sono  
1546 sintetizzate le proposte di standardizzazione dell'informativa da rendere nel prospetto che  
1547 sono emerse nella corrispondente parte precedente.

1548

1549 **A) Uso e selezione di uno o più criteri valutativi indiretti (assoluti)**

1550 Esplicitare in modo sintetico ma chiaro ed esauriente:

- 1551 a) se e perché la valutazione è stata compiuta secondo una prospettiva di valutazione *pre-*  
1552 *money* oppure *post-money*;
- 1553 b) perché, come criterio principale o primario di valutazione, uno o più criteri valutativi  
1554 indiretti (o assoluti) sono stati adottati. La scelta può essere motivata anche in relazione  
1555 alla non opportunità o praticabilità di un criterio dei multipli come impostazione  
1556 primaria di stima;
- 1557 c) quale configurazione di valore, tra valore di mercato e valore intrinseco, è stata assunta  
1558 a riferimento e perché;
- 1559 d) quale o quali criteri valutativi indiretti (o assoluti) sono stati specificatamente adottati  
1560 (es. DCF, APV, DDM, DDM con *excess capital*, capitalizzazione di flussi storici medio-  
1561 normalizzati, metodo misto reddituale/patrimoniale, metodo patrimoniale semplice o  
1562 complesso, EVA, ecc.) e il perché di tale selezione;
- 1563 e) quale variante (tra *equity side* e *asset side*) del o dei i criteri valutativi indiretti (o  
1564 assoluti) adottati è stata impiegata e perché;
- 1565 f) se è stato adottato un secondo criterio valutativo di controllo e, in caso affermativo,  
1566 spiegare se e perché è stato impiegato un determinato metodo comparativo/di mercato  
1567 oppure un diverso metodo valutativo indiretto (o assoluto);
- 1568 g) se e quali meccanismi di auto-controllo (fra calibrazioni di singoli parametri rilevanti,  
1569 scenarizzazioni, *sensitivity analysis* o *stress test* mirati, ecc.) sono stati utilizzati, nell'im-  
1570 plementazione del o dei i criteri valutativi indiretti (o assoluti) adottati, nonché per quali  
1571 motivi;
- 1572 h) quale unità di valutazione (singolo strumento finanziario/titolo azionario, società  
1573 emittente nel suo complesso, singolo *business* presidiato dall'emittente, gruppo  
1574 aziendale di riferimento per l'emittente, ecc.) è stata selezionata e per quale ragione.

1575

1576 **B) Principali elementi di natura fondamentale a base del o più criteri valutativi indiretti**  
1577 **(assoluti) adottati**

- 1578 a) Esporre in modo sintetico ma chiaro ed esauriente almeno gli elementi di natura  
1579 fondamentale di seguito indicati e relativi alla situazione corrente ovvero sino alla data  
1580 di valutazione, avendo cura di esplicitare, ove possibile, eventuali fonti informative  
1581 esterne utilizzate (con la relativa datazione);
- 1582 i. aree strategiche d'affari (*strategic business areas* o SBA) oggetto di valutazione;
- 1583 ii. tipo di orientamento al mercato, distinguendo almeno fra *business to business*  
1584 (BtB) e *business to consumer* (BtC);
- 1585 iii. *overview* della struttura e della dinamica evolutiva recente del *business* di

- 1586 riferimento (offerta di settore, domanda di mercato, eventuale regolazione  
1587 rilevante);
- 1588 iv. assetto istituzionale (*corporate governance*);
- 1589 v. assetto organizzativo (con precisazione del numero attuale di addetti e della loro  
1590 composizione in macrocategorie) e *management*;
- 1591 vi. posizionamento competitivo e orientamento strategico deliberato;
- 1592
- 1593 b) riportare in modo sintetico ma chiaro ed esauriente le principali linee evolutive e pro-  
1594 spettiche assunte con riferimento alle dinamiche esterne/ambientali (previsioni ma-  
1595 croeconomiche, macrofinanziarie, settoriali, regolatorie, ecc.), sia interne/aziendali,  
1596 avendo cura di esplicitare, ove possibile, eventuali fonti informative esterne utilizzate  
1597 (con la relativa datazione).
- 1598
- 1599 **C) Applicazione di uno o più criteri valutativi indiretti (assoluti)**
- 1600 a) In modo sintetico ma chiaro ed esauriente, almeno in merito agli aspetti  
1601 procedurali e metodologici di seguito richiamati, precisare:
- 1602 i. se la valutazione si basa su proiezioni contenute in un piano industriale o *business*  
1603 *plan* e, in caso affermativo, se quest'ultimo è integralmente elaborato dall'emit-  
1604 tente, è elaborato dall'emittente soltanto per un numero circoscritto di annualità  
1605 (da indicare) ed è stato poi completato dal valutatore per ulteriori annualità (da  
1606 indicare), è interamente elaborato dal valutatore (benché sulla base di informa-  
1607 zioni e riscontri conseguiti dall'emittente o suoi consulenti) o risulta da altra  
1608 diversa impostazione (da indicare);
- 1609 ii. l'orizzonte temporale di proiezione (per esempio: se limitato oppure illimitato; se  
1610 suddiviso in uno o più periodi di proiezione esplicita o analitica formati da un  
1611 determinato numero di annualità – da indicare – e seguiti o meno da un periodo  
1612 di proiezione implicita o sintetica);
- 1613 iii. quali e quanti *value drivers* sono assunti a base della valutazione nel più breve,  
1614 nel medio e nel più lungo orizzonte temporale;
- 1615 iv. le determinanti della crescita attesa, specialmente nel periodo di previsione  
1616 esplicita;
- 1617 v. l'incidenza sul valore economico stimato della capacità di reddito corrente e della  
1618 crescita futura attesa;
- 1619 vi. se e in quale misura la crescita interna attesa si basa su nuovi investimenti già  
1620 realizzati ovvero su futuri investimenti previsti (deliberati o meno) ma non ancora  
1621 implementati, neppure in parte;
- 1622 vii. le fondamentali assunzioni circa l'andamento prospettico dei margini o aggregati  
1623 economico-finanziari più rilevanti;
- 1624 viii. l'evoluzione dei tipici fattori di rischio operativo o tecnico-industriale;
- 1625 ix. se sussiste o meno un significativo rischio di *execution* del piano e, in caso  
1626 affermativo, come tale rischio è stato trattato nella valutazione;
- 1627 x. quale tipo di crescita/sviluppo dei futuri flussi di risultato è stato adottato (per  
1628 esempio: assenza di crescita, per cui  $g=0$ ; crescita costante per l'intero piano, ossia  
1629 un unico  $g>0$ ; adozione di due o più tassi di crescita differenziali per i periodi di  
1630 previsione esplicita e implicita, sicché normalmente è  $g_1>g_2>g_i>....\geq 0$ ; adozione di  
1631 tassi di crescita varianti e non lineari; adozione in ogni caso di un tasso di crescita

- 1632 terminale o di lungo termine, per cui  $g_{it} \geq 0$ ), i motivi essenziali della scelta operata  
 1633 e le determinanti a base del o dei tassi  $g$  stimati;  
 1634 xi. se è previsto un valore terminale e come questo è stato determinato (per  
 1635 esempio: come valore di liquidazione; come valore estrinseco derivato da dati di  
 1636 mercato o empirici; come valore intrinseco, basato sull'ultimo flusso di risultato  
 1637 oggetto di previsione esplicita oppure su un apposito flusso atteso, da  
 1638 specificare);  
 1639 xii. la struttura finanziaria impiegata ai fini della valutazione e i conseguenti riflessi  
 1640 sul costo del capitale o saggio di attualizzazione/capitalizzazione. Tra l'altro, è  
 1641 necessario esplicitare (motivando la scelta compiuta) se è stata impiegata la  
 1642 struttura finanziaria effettiva dell'emittente (alle condizioni attuali oppure  
 1643 rettificata a condizioni di mercato) o una diversa struttura (per esempio una  
 1644 struttura tipica di settore ovvero ottimale/ideale per l'emittente) e se la struttura  
 1645 è unica e invariante nell'arco temporale di proiezione o meno, nonché gli  
 1646 eventuali effetti di tale selezione sul costo del capitale adottato;  
 1647 xiii. le informazioni sintetiche e di riepilogo di seguito riportate in forma sinottico-  
 1648 tabellare.  
 1649

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

Costo del capitale proprio ( $k_e$ )	...%	...	...
Costo dell'indebitamento finanziario netto ( $k_d$ )	...%	...	...
Costo medio ponderato del capitale (cmp, $k_o$ o <i>pre-tax WACC</i> )	...%	...	...
<i>Tax rate</i>	...%	...	...
Tasso d'inflazione	...%	...	...
<i>Growth rate (g)</i>	...%	Es. riportare i diversi tassi impiegati, se più di uno	...

1650

1651

## 1652 APPENDICI

### 1653 **APPENDICE 1. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE IN FASE DI IPO**

1654 • Nel presente allegato vengono descritti gli aspetti che caratterizzano il processo di  
1655 valutazione e fissazione del prezzo di una società prossima alla quotazione in Borsa.

1656

1657 • La valutazione di un'azienda nell'ambito della quotazione in Borsa è frutto di un  
1658 processo continuo di analisi e verifica, che parte dalla preliminare stima del valore  
1659 condotta quando ancora non sono disponibili tutti i dati e le informazioni relativi alla  
1660 società (il momento del cosiddetto *pitch*) fino alla determinazione del prezzo *pre-*  
1661 *money* a cui l'azione viene effettivamente venduta agli investitori.

1662 Il processo valutativo si arricchisce progressivamente di sostanza e contenuto durante  
1663 le fasi preparatorie alla quotazione, quando la società mette a disposizione dati e  
1664 informazioni dettagliati sull'attività e sulle prospettive future. La valutazione dovrebbe  
1665 essere condotta privilegiando l'ottica industriale e la ricerca di un valore di business:  
1666 per queste ragioni il piano industriale rappresenta lo strumento principale su cui si  
1667 basa l'intero processo.

1668 Partendo da una stima preliminare del valore *pre-money*, la valutazione tiene  
1669 progressivamente conto delle indicazioni fornite dagli investitori durante l'attività di  
1670 *early-look marketing* e di *pre-marketing*, delle ricerche preparate dagli analisti del  
1671 consorzio di collocamento, dell'andamento dei mercati borsistici, delle dimensioni  
1672 dell'offerta e della potenziale liquidità del titolo. Queste ultime considerazioni portano  
1673 in genere a definire un'*IPO discount*, che ha la funzione di massimizzare il livello di  
1674 domanda e aumentare, per coloro che durante il collocamento hanno deciso di  
1675 investire nell'azienda, la probabilità di ottenere un buon rendimento  
1676 dall'investimento. In tal modo, si giunge a definire un "Intervallo di Valorizzazione  
1677 Indicativa" e, pertanto, un "prezzo massimo" (spesso vincolante), pubblicati  
1678 all'interno del Prospetto. Il "prezzo di offerta" è infine determinato, secondo il  
1679 meccanismo dell'*open price*, dai proponenti dell'investimento (società quotanda e/o  
1680 suoi azionisti), sentito il *global coordinator*, tenendo conto, tra l'altro, delle condizioni  
1681 del mercato mobiliare domestico e internazionale, della quantità e della qualità delle  
1682 manifestazioni di interesse ricevute dagli investitori istituzionali, della quantità della  
1683 domanda ricevuta nell'ambito dell'offerta pubblica, dei risultati raggiunti dalla società  
1684 e delle prospettive della medesima.

1685

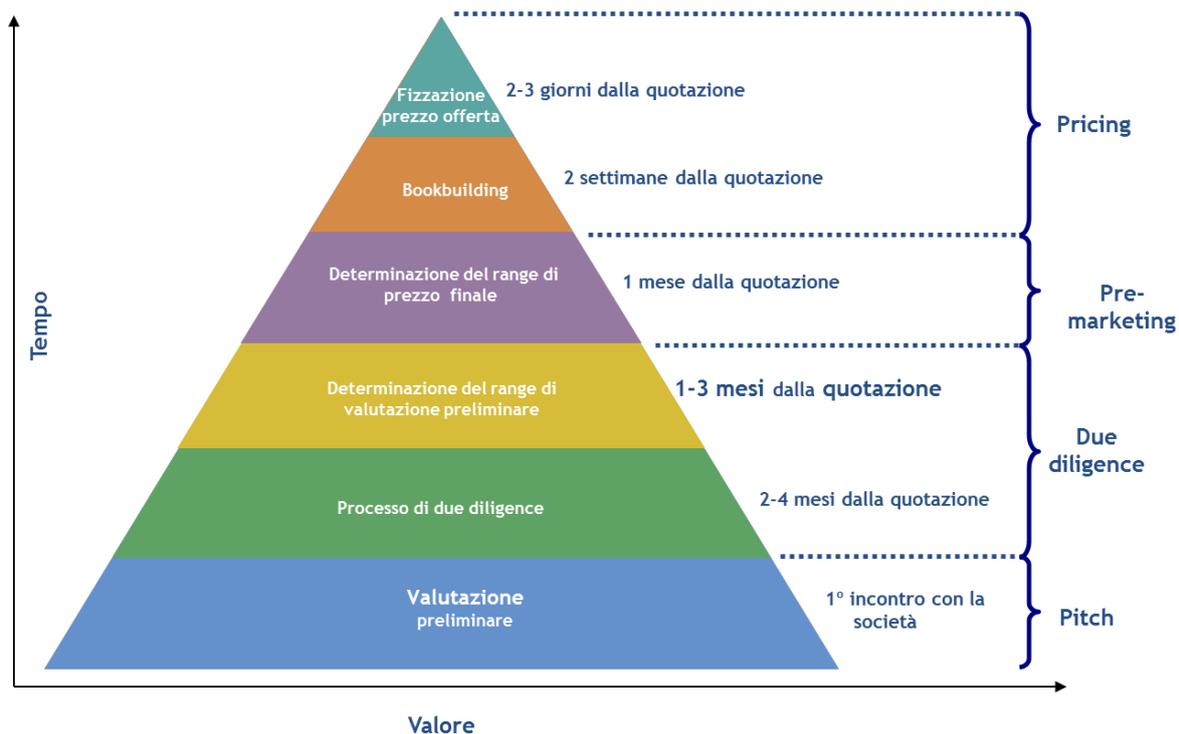
1686 • Di seguito si descrivono le fasi che tipicamente caratterizzano un processo di  
1687 valutazione e i principali soggetti coinvolti.

1688

#### 1689 1.1 Le fasi del processo

1690 • Il processo di determinazione del valore di una società quotanda si articola in diverse  
1691 fasi che, come indicato in precedenza, implicano approfondimenti e aggiornamenti  
1692 successivi fino a pervenire, partendo da un intervallo ampio, alla determinazione del  
1693 prezzo di offerta, ovvero il prezzo al quale sono collocate le azioni. Il grafico  
1694 sottostante rappresenta le fasi che generalmente caratterizzano una valutazione  
1695 finalizzata alla quotazione in Borsa (Figura sottostante).

1696



1698

1699

1700

1701

1702

1703

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

1704

1705

1706

1707

1708

1709

1710

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

1711

1712

I. **Pitch**

1713

1714

1715

1716

1717

1718

1719

1720

1721

1722

1723

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

1724

1725 **II. Due diligence**

- 1726 • In questa fase, la società avvia il processo di preparazione alla quotazione e la banca  
1727 collocatrice contemporaneamente inizia la propria attività di *due diligence* sulla base  
1728 informativa che le viene resa disponibile; alla fine di questo processo la banca sarà in  
1729 grado di comprendere in dettaglio il business dell'azienda e soprattutto di svolgere  
1730 un'analisi approfondita del piano industriale. Quest'ultimo documento consente di  
1731 valutare le prospettive future dell'emittente sia in termini di coerenza con l'assetto  
1732 strategico-organizzativo e con le tendenze del mercato di riferimento, sia in termini di  
1733 sostenibilità e ragionevolezza delle principali ipotesi sottostanti.

1734 Durante questa fase, l'advisor finanziario e la banca collocatrice, anche grazie alle  
1735 conoscenze acquisite durante la *due diligence*, iniziano a definire la c.d. *Equity Story*,  
1736 ovvero il profilo della società emittente che verrà presentato agli investitori al fine di  
1737 indurli ad aderire all'offerta delle azioni, in grado di valorizzare al meglio gli elementi  
1738 di attrattività dell'investimento. Già durante questa fase viene svolta una attività c.d.  
1739 *early marketing*, finalizzata ad ottenere dei riscontri da un campione ristretto di  
1740 investitori sulla potenziale appetibilità dell'*Equity Story*, ma non sul valore proposto  
1741 per la società.

1742 Alla fine di questa fase, la banca collocatrice generalmente presenta alla società una  
1743 prima ipotesi di valutazione *pre-money* (*range* di valutazione preliminare). Con tale  
1744 espressione si intende la stima del valore del capitale economico della società in ottica  
1745 di quotazione, che non tiene conto dell'*IPO discount* e delle indicazioni provenienti  
1746 dall'attività di *pre-marketing*.

1747

1748

1749 **III. Pre-marketing**

- 1750 • Durante questa fase viene generalmente organizzata una presentazione  
1751 dell'emittente agli analisti finanziari del consorzio di collocamento (*analyst*  
1752 *presentation*), finalizzata alla successiva predisposizione e pubblicazione da parte di  
1753 questi ultimi delle ricerche sull'emittente, che tipicamente avviene prima dell'avvio  
1754 dell'attività di *investor education*; a tale scopo, viene elaborato e distribuito agli  
1755 analisti presenti all'incontro un documento che ha l'obiettivo di descrivere  
1756 l'*investment case* e che contiene un'analisi dettagliata dell'azienda, del business e  
1757 delle strategie di crescita, nonché una presentazione della struttura e della tempistica  
1758 dell'offerta.

1759 L'*analyst presentation* è un importante momento del processo di preparazione alla  
1760 quotazione, in quanto garantisce agli analisti del consorzio un'adeguata conoscenza  
1761 della società quotanda, che sarà poi riflessa nelle ricerche distribuite dalle banche  
1762 collocatrici agli investitori loro clienti al fine di "educarli" sull'*Equity story* prima di  
1763 incontrare il management dell'emittente.

1764 Antecedentemente alla pubblicazione delle ricerche, di solito viene svolta dal *global*  
1765 *coordinator* un'indagine presso gli investitori istituzionali (c.d. *pilot fishing*, allargando  
1766 il campione di investitori sondato in precedenza durante l'*early marketing*), al fine di  
1767 valutare la potenziale appetibilità dell'*Equity story* proposta e ottenere un primo feed-

1768 back sul valore della quotanda. Viene organizzata anche una presentazione alla *sales*  
1769 *force* del *global coordinator* al fine di permetterle di interagire con gli investitori  
1770 interessati e di raccogliere le eventuali manifestazioni d'interesse all'acquisto delle  
1771 azioni.

1772

1773 • La pubblicazione delle ricerche, che generalmente avviene dopo ca. 1 mese  
1774 dall'*analyst presentation* e due settimane prima dell'approvazione del Prospetto, oltre  
1775 ad informare la comunità degli investitori prima e durante il *roadshow*, è utile anche  
1776 ad arricchire il processo valutativo con ulteriori elementi rappresentati dalle  
1777 indicazioni valutative indipendenti da parte degli analisti del consorzio (talvolta le  
1778 ricerche contengono anche dei *range* valutativi), utili per affinare ulteriormente il  
1779 *range* di valutazione preliminare determinato in precedenza.

1780 Al termine di questa fase, in genere inizia la vera attività di *investor education* condotta  
1781 dagli analisti del consorzio di collocamento e dalla *equity sales force* del *global*  
1782 *coordinator*, avvalendosi delle ricerche pubblicate. Durante i meeting che vengono  
1783 svolti con gli investitori interessati vengono raccolte delle indicazioni approfondite in  
1784 merito all'appetibilità dell'*investment case* e ai livelli di valutazioni ritenuti accettabili.

1785 • Solo a questo punto la banca, in possesso di riscontri sul prezzo che gli investitori  
1786 istituzionali sono disposti a pagare, può confrontarsi con la società emittente, con gli  
1787 eventuali azionisti venditori e con l'advisor finanziario e giungere alla definizione del  
1788 *range* di prezzo *pre-money* indicativo e del "prezzo massimo" da riportare all'interno  
1789 del Prospetto pochi giorni prima della sua approvazione. In linea generale il *range* di  
1790 prezzo dovrebbe essere fissato facendo in modo che il prezzo minimo rappresenti una  
1791 soglia di attrattività per gli investitori; il prezzo massimo, invece, viene fissato tenendo  
1792 conto delle aspettative di valorizzazione dell'azionista di riferimento e delle soglie  
1793 valutative espresse dagli investitori in sede di attività di *pre-marketing*. Il processo  
1794 appena descritto usualmente porta alla definizione di *price range* caratterizzati da un  
1795 divario di circa il 20-25% tra il prezzo massimo e il prezzo minimo.

1796

1797 • Nel Prospetto andrebbe specificato narrativamente se il *range* di prezzo ed il "prezzo  
1798 massimo" sono stati definiti sulla base del processo di pre-marketing.

1799

1800

1801 • Il *range* di prezzo fissato è il riferimento per la fase successiva, ovvero la raccolta degli  
1802 ordini da parte degli investitori istituzionali (il cosiddetto *bookbuilding*) ed  
1803 eventualmente *retail*.

1804

1805

1806

#### 1807 IV. **Bookbuilding e Pricing**

1808 • L'attività di *marketing* vera e propria, che nei confronti degli investitori istituzionali si  
1809 concretizza in un *roadshow* nelle principali piazze finanziarie e verso il pubblico  
1810 indistinto si traduce (dopo la pubblicazione del Prospetto) in una campagna

1811 promozionale, inizia dopo la pubblicazione del Prospetto e fornisce indicazioni  
1812 fondamentali ai fini della determinazione del prezzo finale.  
1813 Durante il *roadshow* (che in genere dura due settimane) il *top management* della  
1814 società, insieme ai rappresentanti del *global coordinator*, svolge dei *meeting* con  
1815 gruppi di investitori o con investitori singoli (*one-to-one meeting*), potenzialmente  
1816 interessati a sottoscrivere l'offerta. Questa è una fase cruciale dell'intero processo:  
1817 infatti, sebbene gli investitori siano già stati "educati" dagli analisti finanziari del  
1818 consorzio, proprio dal confronto con il *management team* della quotanda  
1819 (tipicamente costituito almeno da *Ceo e Cfo*) dipende in ultima istanza la volontà di  
1820 inviare un ordine di acquisto che alimenterà il *book* istituzionale. Pertanto, la capacità  
1821 del management di veicolare in modo convincente l'*Equity Story* è essenziale per il  
1822 successo dell'operazione; a tal fine, durante l'intero processo di preparazione il *global*  
1823 *coordinator* e l'*advisor* finanziario svolgono una intensa attività di training nei  
1824 confronti degli esponenti della quotanda sulle migliori modalità con cui condurre  
1825 questi *meeting*.

1826

1827 • In questa fase gli investitori istituzionali inviano delle manifestazioni d'interesse  
1828 all'acquisto di un determinato quantitativo di titoli che alimentano il c.d. *book*  
1829 istituzionale (sistema elettronico gestito in *real-time* da tutte le banche coinvolte nella  
1830 raccolta di ordini), ad un prezzo che tiene conto non solo dei *fundamental* della società  
1831 e delle informazioni presenti nelle ricerche degli analisti, ma anche di elementi *soft*  
1832 quali: livelli di valutazione di società comparabili, *corporate governance*, *management*  
1833 *team*, rischi dell'operazione e rapporti con parti correlate (descritti nel Prospetto),  
1834 sistemi manageriali (SCG, *compensation*, pianificazione, struttura organizzativa),  
1835 condizioni di mercato, ecc..

1836 • Le manifestazioni d'interesse, raramente senza indicazione di prezzo, possono  
1837 contenere un prezzo fisso oppure dei volumi differenti rispetto a diversi livelli di  
1838 prezzo.

1839 Il prezzo finale di offerta viene individuato dalle banche collocatrici insieme agli  
1840 azionisti, agli esponenti del *management team* e al loro *advisor* finanziario,  
1841 considerando sia il numero di azioni richieste registrate nel *book* e il prezzo che gli  
1842 investitori istituzionali sono disposti a pagare, sia analizzando la qualità della domanda  
1843 degli investitori istituzionali medesimi (misurata dalle caratteristiche degli investitori  
1844 in termini di politica di investimento e di gestione del portafoglio, dimensione del  
1845 portafoglio, mercati e settori d'interesse, ecc.). Il prezzo finale, in linea generale, è  
1846 determinato in modo da allocare effettivamente il numero di azioni agli investitori  
1847 istituzionali e *retail* (secondo priorità definite dalla società e dai *global coordinator*),  
1848 lasciando, allo stesso tempo, che una parte della domanda non venga soddisfatta, così  
1849 da alimentare l'interesse all'acquisto e supportare l'andamento del titolo  
1850 nell'*aftermarket*.

1851

1852

1853

1854 1.2. Configurazione di valore e fattori da considerare nella valutazione ai fini di ipo

1855 • Nel presente capitolo vengono illustrate alcune peculiarità del processo di valutazione  
1856 ai fini della quotazione in Borsa.

1857 Nell'ambito delle cinque configurazioni di valore richiamate dal PIV I.6.2 la valutazione  
1858 individuata ai fini della quotazione in Borsa rientra nella definizione di valore di  
1859 mercato. Ad esso infatti si perviene attraverso un processo di "scoperta" del prezzo  
1860 di offerta che si sviluppa nel corso del periodo in cui si svolge l'attività di *marketing* ("il  
1861 periodo di commercializzazione" a cui fa riferimento il PIV I.6.3) nei confronti di  
1862 potenziali investitori/acquirenti "indipendenti e motivati che operano in modo  
1863 informato (sulla base della documentazione di offerta messa a disposizione),  
1864 prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a  
1865 vendere)".

1866 Come già richiamato in precedenza l'attività di *marketing* può svolgersi lungo un arco  
1867 temporale esteso, che può iniziare anche mesi prima dell'avvio formale del periodo di  
1868 offerta. Sempre più di frequente infatti la prassi seguita dalle banche collocatrici e  
1869 dagli *advisor* finanziari tende a prediligere momenti di "educazione" degli investitori  
1870 svolti con congruo anticipo rispetto alla fase del c.d. *pre-marketing* o di *roadshow e*  
1871 *bookbuilding*; ciò al fine di massimizzare la conoscenza della società che sarà  
1872 successivamente oggetto di quotazione e, conseguentemente, il valore che i potenziali  
1873 acquirenti saranno disposti a riconoscere al venditore e/o all'emittente. Tali momenti  
1874 di educazione preliminare (nel gergo "*early look marketing*" o "*pilot fishing*"), benchè  
1875 normalmente non forniscono indicazioni circa il livello di valutazione che gli investitori  
1876 sono pronti a riconoscere, permettono, tra l'altro, di delineare le principali  
1877 metodologie valutative che gli investitori interpellati utilizzerebbero in sede di offerta.

1878

#### 1879 1.2.1. La determinazione del range di prezzo indicativo e del prezzo finale d'offerta

1880 • La determinazione del *range* di prezzo indicativo (o del prezzo fisso, come si vedrà nel  
1881 successivo paragrafo), condizione essenziale per avviare il processo di offerta, è un  
1882 esercizio che richiede l'analisi di tutti i riscontri forniti dagli investitori incontrati dagli  
1883 analisti delle banche collocatrici in sede di *pre-marketing*. Affinchè tali riscontri siano  
1884 significativi essi devono provenire da un numero adeguato di investitori (per tipologia  
1885 e area geografica di appartenenza) e fornire indicazioni quanto più possibile chiare sui  
1886 livelli di valutazione a cui gli investitori sarebbero interessati a immettere un ordine  
1887 nella successiva fase di *bookbuilding*. Tali valori possono essere espressi sia in termini  
1888 assoluti e sia in termini di multipli impliciti delle principali grandezze economiche e/o  
1889 patrimoniali attese per la società oggetto di quotazione; talvolta, invece, le indicazioni  
1890 raccolte rappresentano uno sconto (o più raramente premio) rispetto a valutazioni  
1891 espresse dal mercato per società quotate simili. Le principali difficoltà che  
1892 tipicamente vengono affrontate in questa fase sono legate all'"interpretazione" dei  
1893 riscontri ricevuti poiché non sempre questi sono chiari ed univoci. Al fine di limitare  
1894 tali difficoltà è necessario pertanto assicurarsi che le modalità di raccolta dei riscontri  
1895 siano predeterminate dalle banche collocatrici e dall'*advisor* finanziario nonchè  
1896 sufficientemente standardizzate al fine di preservarne per quanto possibile  
1897 l'omogeneità e siano analitiche in relazione alla tipologia di informazioni.

1898 • A mero titolo esemplificativo, considerando che il *pre-marketing* tipicamente si svolge  
1899 lungo un arco temporale di circa due settimane e che ogni analista coinvolto in tale

- 1900 attività può incontrare circa 5-7 investitori al giorno (escludendo dal conteggio  
 1901 eventuali *conference call* di gruppo), normalmente una banca collocatrice riesce a  
 1902 contattare in questa fase circa 50-70 investitori (tale numero ovviamente tende a  
 1903 moltiplicarsi per il numero di banche collocatrici coinvolte). Il contenuto dei riscontri  
 1904 spazia dall'evidenziazione degli aspetti dell'*Equity Story* di maggiore interesse per  
 1905 l'investitore all'esplicitazione di perplessità o punti di debolezza; inoltre, vengono  
 1906 evidenziate le metodologie applicate dagli investitori e spesso anche un'indicazione  
 1907 preliminare della valutazione che gli stessi sarebbero disponibili a riconoscere oltre  
 1908 all'indicazione dell'ammontare del potenziale ordine che potrebbero immettere in  
 1909 sede di offerta.
- 1910 • La definizione del *range* di prezzo che ne consegue tende a riflettere il livello di  
 1911 interesse dimostrato dagli investitori contattati e costituisce l'*input* principale per la  
 1912 successiva fase di raccolta ordini (*bookbuilding*) nella quale gli investitori sollecitati  
 1913 immetteranno ordini espressi sotto forma di quantità/prezzo. Alla fine della fase di  
 1914 *bookbuilding* pertanto si avrà un libro ordini che verrà ordinato per quantità richieste  
 1915 a determinati livelli di prezzo e tipicamente mostrerà una certa sensibilità al prezzo da  
 1916 parte degli investitori (i.e. quantità complessiva di titoli richiesti decrescente al  
 1917 crescere del prezzo).
  - 1918 • Il prezzo di offerta è quello che massimizza la domanda di mercato e nella sua  
 1919 individuazione si dovrà tenere conto anche della sensibilità al prezzo registrata in sede  
 1920 di raccolta ordini; ciò al fine di garantire un ordinato svolgimento delle negoziazioni  
 1921 post quotazione. A tal riguardo, particolare attenzione va prestata alla tendenza di  
 1922 molti investitori istituzionali ad "inflazionare" l'ammontare del proprio ordine al fine  
 1923 di massimizzare le probabilità di essere allocati in caso di riparto delle azioni oggetto  
 1924 di offerta. La pratica degli "ordini inflazionati" tende a distorcere la percezione del  
 1925 reale interesse per la quotanda e questo a sua volta può portare ad individuare un  
 1926 prezzo finale di offerta eccessivamente "ambizioso" se la componente di "inflazione"  
 1927 non viene in qualche modo depurata dal libro ordini.
  - 1928 • La sensibilità della domanda al prezzo è funzione di vari fattori quali, a titolo  
 1929 esemplificativo:
    - 1930 i. l'assenza di un mercato di negoziazione dei titoli precedente alla quotazione inficia  
 1931 il giudizio che gli investitori esprimono sulla capacità del *management* di  
 1932 conseguire risultati futuri in linea con quanto già dimostrato in passato;
    - 1933 ii. il costo opportunità sostenuto dagli investitori in una logica di gestione del proprio  
 1934 portafoglio per accomodare i titoli oggetto di IPO nel paniere di titoli detenuti (a  
 1935 parità di altre condizioni, infatti, un investitore potrebbe essere nella condizione  
 1936 di poter comprare dei titoli in offerta solo previa cessione sul mercato di titoli già  
 1937 posseduti e considerati simili sotto il profilo rischio/rendimento o,  
 1938 alternativamente, potrebbe decidere di comprare titoli simili già quotati al  
 1939 posto di quelli in offerta se ritenuti più convenienti);
    - 1940 iii. un eventuale rischio di liquidità (ancor più rilevante nel caso di operazioni di  
 1941 collocamento medio-piccole);
    - 1942 iv. la volatilità dei prezzi di mercato dei titoli comparabili e più in generale degli indici  
 1943 di mercato azionari registratasi nel corso dell'offerta o nel periodo

1944 immediatamente ad essa precedente (un eventuale innalzamento della volatilità  
1945 tende a generare un innalzamento dell'avversione al rischio degli investitori nei  
1946 confronti di nuove proposte di investimento).

1947 Gli elementi di cui sopra concorrono a definire uno sconto rispetto alla valutazione che  
1948 gli investitori sarebbero disposti a riconoscere alla quotanda se le sue azioni fossero  
1949 già negoziate sul mercato. Tale sconto (*IPO discount*) tende ad essere riassorbito nei  
1950 giorni successivi all'avvio delle negoziazioni e la sua misurazione è inevitabilmente *ex-*  
1951 *post*.  
1952

1953 1.2.2. I metodi di valutazione in un processo di IPO

1954 • Nel processo di valutazione che caratterizza una IPO particolare rilevanza assume per  
1955 gli investitori l'applicazione di metodologie valutative basate sul raffronto tra i multipli  
1956 impliciti rispetto ad alcune grandezze economiche e/o patrimoniali della quotanda  
1957 (normalmente prospettiche e desunte dai rapporti di ricerca degli analisti del  
1958 consorzio di banche collocatrici) e gli equivalenti multipli espressi in un dato momento  
1959 dal mercato per società comparabili.

1960 • Possono esserci casi in cui l'utilizzo del c.d. *discounted cash flow methodology* ("DCF")  
1961 o di una valutazione di tipo patrimoniale venga considerato dagli investitori come  
1962 metodica principale di valutazione. In questi contesti normalmente l'applicazione dei  
1963 multipli di mercato è utilizzata come metodologia di controllo. Per lo più questo si  
1964 verifica in presenza di *business* altamente regolati e/o di flussi agevolmente prevedibili  
1965 o le cui attività sono già negoziate su mercati liquidi (p. es. *holding* di partecipazioni).  
1966 Anche in questo caso tuttavia è tipico degli investitori richiedere uno sconto rispetto  
1967 alla risultante del metodo applicato per i motivi già menzionati in precedenza.

1968

1969 **APPENDICE 2. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE A FINI DI AUCAP CON**  
1970 **ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE DA PARTE DI SOGGETTI NON QUOTATI**

1971  
1972  
1973  
1974  
1975  
1976  
1977  
1978  
1979  
1980  
1981  
1982  
1983  
1984  
1985  
1986  
1987  
1988  
1989  
1990  
1991  
1992  
1993  
1994  
1995  
1996  
1997  
1998  
1999  
2000  
2001  
2002  
2003  
2004  
2005  
2006  
2007  
2008  
2009  
2010  
2011  
2012  
2013  
2014

- Quest'appendice riguarda alcune tipiche problematiche di valutazione che si presentano quando un soggetto non quotato realizza operazioni finalizzate alla diffusione dei propri titoli nell'ambito di un pubblico selezionato o indistinto di acquirenti.
- Conseguentemente le operazioni di aumento di capitale hanno luogo nella forma che prevede l'esclusione del diritto di opzione. Non si porrebbe quindi il tema della determinazione del valore delle azioni qualora il diritto di opzione non venisse escluso o limitato.
- Nella cornice così delimitata, la dottrina è concorde nel ritenere che nel caso di operazioni di aumento del capitale di società i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati, effettuate con l'esclusione del diritto di opzione, il prezzo di offerta non possa che allinearsi al cosiddetto valore intrinseco dei titoli che vengono offerti. Se questa regola viene rispettata si evita infatti che abbiano luogo trasferimenti di valore tra vecchi e nuovi azionisti. Il PIV IV.3.2. fa riferimento per gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione al valore normale di mercato del titolo. Tuttavia come chiarito nel commento al PIV I.6.8.: *"in un mercato razionale operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa (cioè efficiente in senso fondamentale) il valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nei prezzi, e dunque nel valore di mercato"*.
- Nel caso, invece, degli aumenti di capitale di società non quotate i cui titoli non sono quotati in mercati regolamentati che prevedono il diritto di opzione, i trasferimenti di valore sarebbero evitati nella misura in cui i vecchi azionisti riuscissero a compensare la diluizione dei valori dei propri titoli cedendo i propri diritti sul mercato, e assumendo inoltre che il valore negoziato degli stessi diritti risulti molto prossimo al loro valore teorico. Evidentemente si tratta di condizioni che in genere non possono verificarsi nel caso di operazioni realizzate nel caso di soggetti non quotati e per questa ragione, nel caso di collocamenti di azioni di nuova emissione, non può che configurarsi la fattispecie dell'esclusione del diritto di opzione.
- In tutte le operazioni predette si presentano due peculiari problemi di valutazione, ed in particolare:
  - la scelta della prospettiva della valutazione, *pre o post money*;
  - la scelta della configurazione di valore più idonea in considerazione delle caratteristiche e del contesto delle operazioni realizzate.
- La dottrina e la prassi prevalenti sono concordi nel ritenere che l'esperto dovrebbe adottare la prospettiva *pre money* (PIV IV.3). In altri termini l'esperto dovrebbe realizzare una valutazione cosiddetta *"as is"* e quindi escludendo dalla propria stima il valore creato grazie all'impiego delle nuove risorse finanziarie raccolte, evitando in tal

2015 modo che i vecchi azionisti possano avvantaggiarsi in seguito ai benefici creati dagli  
2016 apporti dei nuovi soci.  
2017

- 2018 • Questa regola di comportamento può mostrarsi di difficile applicazione qualora i piani  
2019 aziendali utilizzati ai fini della valutazione incorporino i risultati riferibili agli interventi  
2020 di ristrutturazione effettuati grazie all'apporto delle nuove risorse finanziarie. In tal  
2021 caso infatti si renderebbero necessarie rettifiche, talvolta assai complesse, con  
2022 l'obbiettivo di sterilizzare i flussi di risultati attesi e i benefici riferibili all'apporto delle  
2023 nuove risorse. Giova osservare che tali interventi di sterilizzazione risultano di dubbia  
2024 credibilità in tutti quei casi in cui gli apporti di nuove risorse sono finalizzati a pervasivi  
2025 interventi di ristrutturazione industriale (*turnaround*).  
2026
- 2027 • Nei casi di turnaround che prevedono aumenti di capitale attraverso conferimenti in  
2028 natura occorre evitare che il numero di nuove azioni riconosciute al soggetto  
2029 conferente derivi da una valutazione dell'emittente (conferitaria) fondata sul valore  
2030 post money dell'entità. Ciò determinerebbe il venir meno del naturale effetto diluitivo  
2031 in capo agli azionisti della conferitaria (in fase di turnaround) a svantaggio del nuovo  
2032 azionista (soggetto conferente).  
2033
- 2034 • Nelle situazioni che rasentano la vera patologia aziendale possono infatti verificarsi  
2035 casi in cui le valutazioni "*as is*" o *pre money* tendano a perdere di significato pratico.  
2036 Ciò dal momento che in assenza di immissione di nuove risorse il valore dell'azienda  
2037 potrebbe risultare molto basso o, al limite, negativo. Nei casi predetti tendono quindi  
2038 ad assumere maggiore significato le valutazioni *post money*, dal momento che  
2039 l'investitore può confrontare il prezzo di acquisto/sottoscrizione dei titoli con il valore  
2040 degli stessi assumendo differenti ipotesi di successo degli investimenti previsti dal  
2041 piano.  
2042
- 2043 • In tema della scelta della configurazione di valore va osservato che le alternative  
2044 possibili consistono:
  - 2045 ○ nella configurazione di valore intrinseco o fondamentale in genere desumibile  
2046 da approcci valutativi basati sull'attualizzazione di flussi attesi;
  - 2047 ○ ovvero nella configurazione di *market value*, tipicamente desumibile  
2048 dall'applicazione delle metodologie basate sui multipli di società comparabili  
2049 quotate in borsa.
- 2050 • Come noto, assumendo adeguate condizioni di efficienza del mercato, i prezzi espressi  
2051 per titoli quotati dovrebbero tendenzialmente allinearsi ai rispettivi valori intrinseci o  
2052 fondamentali.  
2053
- 2054 • È peraltro noto che per molteplici ragioni tale allineamento, almeno nel breve termine  
2055 possa non verificarsi. Ciò sia a causa di fattori intrinseci aziendali sia di fenomeni che  
2056 investono l'intero mercato o segmenti rilevanti dello stesso.  
2057
- 2058 • È peraltro noto che per molteplici ragioni tale allineamento, almeno nel breve termine  
2059 possa non verificarsi. Ciò sia a causa di fattori intrinseci aziendali sia di fenomeni che  
2060 investono l'intero mercato o segmenti rilevanti dello stesso.  
2061

- 2062
- 2063
- 2064
- 2065
- 2066
- 2067
- Nei casi predetti è comunque utile fornire un'informazione completa, sia in merito al valore intrinseco che ai corrispondenti valori di *comparables* quotati, espressi attraverso il metodo dei multipli. Infatti la comparazione tra le informazioni desumibili adottando differenti configurazioni di valore può aiutare a comprendere le ragioni di eventuali disallineamenti e, conseguentemente, meglio motivare la scelta della definizione di valore adottata.