

## ***Indice***

Introduzione	3
<b>CAPITOLO 1</b>	<b>8</b>
1.1 Premessa	8
1.2 La creazione di valore: alcuni aspetti introduttivi	10
1.3 I fattori da cui dipende il valore: strategie, leve del valore e del prezzo	12
1.4 Una leva del valore e del prezzo: la comunicazione finanziaria	15
1.5 L'attività dell'analista finanziario	24
1.6 La struttura del report	26
<b>CAPITOLO 2</b>	<b>31</b>
2.1 La raccolta e l'utilizzo delle informazioni da parte dell'analista finanziario	31
2.2. Descrizione del <i>dataset</i> , criteri generali ed assunzioni compiute nel procedimento di classificazione dei metodi	35
2.2.1 Costruzione del dataset: un approccio originale	35
2.2.2 Caratteristiche dei dati raccolti	37
2.3 L'analisi dei report	39
2.3.1 Gli analisti, il timing e le società analizzate	39
2.3.2. Il livello di approfondimento dei report	43
<b>CAPITOLO 3</b>	<b>46</b>
3.1. Premessa	46
3.2 I metodi di valutazione: un quadro teorico di riferimento	47
3.3 L'approccio patrimoniale	48
3.4. L'approccio dei flussi di risultato attualizzati	50
3.4.1 I metodi finanziari	50
3.4.2. Il metodo reddituale	55
3.5 L'approccio misto	58
3.5.1 Il metodo EVA <sup>TM</sup>	58
3.5.2. Il metodo misto patrimoniale - reddituale	61
3.6 L'approccio relativo	62
3.7 I metodi di valutazione degli analisti finanziari	67

3.7.1 I risultati di alcune ricerche	67
3.7.2. Criteri adottati nel procedimento di classificazione dei metodi	72
3.8 I metodi di valutazione: un'analisi per settore	75
3.9 I metodi di valutazione: l'evoluzione temporale	80
3.10 Le stime degli input dei modelli: i tassi di crescita dei dati fondamentali	82
3.11 Le stime degli input dei modelli: i tassi di attualizzazione	84
3.11.1. I modelli teorici	84
3.11.2 Il tasso risk-free	86
3.11.3. Il beta	87
3.11.4. Il premio per il rischio di mercato	88
3.12 La prassi seguita dagli analisti finanziari: alcune evidenze empiriche	91
3.12.1. L'indagine AIAF	91
3.12.1. Lo studio empirico	93
CAPITOLO 4	101
4.1 L'output del report come strumento di diffusione del valore	101
4.2 L'accuratezza e la distorsione dell'output	105
4.2.1 L'attendibilità delle previsioni di consensus	105
4.2.2 Le determinanti delle previsioni di successo dei singoli analisti	114
4.3 I modelli utilizzati	123
4.3.3 Alcune evidenze empiriche sul delta	128
4.3.4 I fattori da cui dipendono i giudizi di valore	131
4.3.5 L'accuratezza della previsione sul target: un'analisi descrittiva	134
4.3.6. L'accuratezza della previsione sul target: un'analisi inferenziale	139
BIBLIOGRAFIA	148
APPENDICE	

## *Introduzione*

Il problema della valutazione del capitale delle imprese è talmente complesso e poco controllabile che spesso si è costretti a ridurlo a modelli che rischiano di essere troppo semplici. Normalmente, più i problemi sono complessi, più si rinuncia a ricostruirli in modo elaborato. Il paradosso a cui si giunge è che, al contrario, problemi relativamente semplici vengono invece formalizzati con tecnicismi sofisticati.

L'analista finanziario affronta quotidianamente questa complessità per produrre previsioni sui prezzi futuri. Egli lavora su un set di informazioni eterogeneo di varia natura relativo, sia alle specifiche caratteristiche dell'impresa analizzata, sia al sistema economico nel suo complesso per pervenire, attraverso l'impiego di uno o più modelli valutativi, alla stima del valore di un'impresa e alla formulazione di un consiglio d'investimento. La rilevanza dell'attività dell'analista è sostenuta anche dagli ingenti investimenti che l'industria dei servizi finanziari effettua ogni anno nell'analisi dell'andamento dei prezzi azionari e nella produzione di raccomandazioni di investimento da parte degli analisti stessi. Gli investitori, dal canto loro, guardano con attenzione a tali raccomandazioni al fine di ricavare informazioni prospettiche sul valore dei titoli.

L'obiettivo generale della ricerca è di contribuire ad analizzare il prodotto dell'industria degli analisti finanziari.

Nel campo dell'analisi del valore economico di un'azienda, l'attenzione degli studiosi si è spesso soffermata sulle questioni teoriche relative alla creazione e alla diffusione di detto valore o sulle sue modalità di determinazione quantitativa, tralasciando in maniera pressoché sistematica l'analisi della dimensione pratica del processo di valutazione. Per altro verso, le numerose ricerche empiriche relative alle previsioni degli analisti finanziari raramente sono entrate nel merito degli studi redatti dagli analisti finanziari.

Le principali domande di ricerca che lo studio ha trattato sono, in sintesi, le seguenti:

- a) Quali sono le principali informazioni di cui si serve un analista per redigere i propri report?
- b) Quali sono i metodi di valutazione che l'analista impiega per elaborare le informazioni prima raccolte?
- c) Che relazione esiste tra l'output del report, ovvero la previsione di target price e raccomandazioni d'investimento, e le fasi che precedono la sua emissione?
- d) Quali sono le determinanti di una previsione di successo?

L'analisi di queste ipotesi di ricerca ha richiesto la costruzione di un set informativo ricco ed eterogeneo di dati qualitativi e quantitativi, reperiti da una lettura approfondita di ciascun report. Il *dataset* è comprensivo di:

- il tipo di report considerato (*update* oppure nuovo studio)
- la data di emissione del documento,
- il nome della società emittente e dell'analista specifico (o il gruppo di analisti) che ha redatto lo studio;
- i metodi di valutazione impiegati
- la raccomandazione d'investimento ed il target price,
- il premio per il rischio di mercato,
- i tassi di attualizzazione,
- l'orizzonte temporale delle previsioni.

Sono stati raccolti tutti i report redatti in riferimento alle 28 maggiori società quotate nella Borsa Italiana, durante un orizzonte temporale compreso tra il 2000 ed il 2003. Il *dataset* completo è composto di 4603 report, redatti da 50 *investment bank* o società di brokeraggio in riferimento a 4 settori differenti (bancario, assicurativo, industriale, *utilities*).

Il percorso seguito dall'analista nella redazione della propria analisi societaria è idealmente scomponibile in tre momenti successivi e conseguenti: la fase della raccolta di input, l'applicazione di uno o più criteri di analisi e, in base al risultato ottenuto, l'emissione di un target e di una raccomandazione d'investimento. Il lavoro ha riprodotto questo schema, analizzando in ciascun capitolo una delle fasi. Il primo capitolo è una sorta di "introduzione generale" alla ricerca. Esso inquadra il tema generale del valore, esaminando alcune delle problematiche teoriche ad esso attinenti ed

evidenzia in che modo l'attività dell'analista finanziario rileva rispetto ad esso. Nel secondo capitolo, si prende in esame la prima fase del processo valutativo, ovvero la raccolta delle informazioni. Analizzando prima da un punto di vista teorico e poi empirico le informazioni raccolte e diffuse dall'analista finanziario attraverso i propri report. Dopo aver descritto il *dataset*, si conduce un'analisi complessiva delle principali caratteristiche dei report esaminati sulla base di due livelli:

- 1) la provenienza, l'oggetto della valutazione e il timing;
- 2) il grado di approfondimento.

Nel terzo capitolo, invece, si studiano i metodi di valutazione e gli input dei modelli impiegati in concreto dagli analisti finanziari per emettere i propri giudizi di valore. Anche in questo caso, il capitolo prevede un esame preliminare della letteratura di riferimento e dei principali risultati esistenti in merito a cui si aggiungono successivamente i propri. Infine, nel quarto capitolo, si esamina l'emissione di target price e raccomandazioni d'investimento con l'obiettivo di analizzare:

- 1) se e in che modo l'output del report dipenda dalle fasi precedenti, in particolare dal metodo di valutazione impiegato;
- 2) se sia possibile individuare le determinanti di una previsione di successo.

I dati raccolti sono stati analizzati usando sia metodi di statistica descrittiva che inferenziale.

I principali risultati ottenuti dalla ricerca possono essere sintetizzati come segue:

Dall'analisi descrittiva è emerso che:

- a) il mercato dei report si presenta piuttosto differenziato per informazioni contenute e per livello di approfondimento delle analisi. Spesso, infatti, l'analista conduce la propria analisi senza fornire alcun dato che argomenti e sostenga il giudizio sul valore prodotto, compresi i modelli valutativi impiegati;
- b) i premi medi per il rischio di mercato impiegati nelle analisi differiscono a seconda del settore considerato, nonostante essi non siano espressione del rischio dello specifico titolo valutato;

- c) gli analisti finanziari definiscono le proprie stime su periodi sulla base dei quali è ragionevolmente possibile prevedere analiticamente gli aggregati utili alla valutazione;
- d) l'orizzonte temporale delle stime non dipende dal metodo di valutazione impiegato dall'analista. L'analisi fondamentale impiega orizzonti di previsione analoghi a quelli assunti dagli analisti che impiegano multipli di mercato;
- e) nei casi in cui è stato possibile individuare il metodo valutativo impiegato, sembra riscontrarsi:
  - un "effetto settore": alcuni tipi di metodi sono infatti preferiti dagli analisti per la valutazione di alcuni settori piuttosto che altri;
  - un "effetto tempo": nel corso degli anni, gli analisti hanno modificato le loro preferenze in termini di metodi di valutazione impiegati, progressivamente diminuendo l'impiego di metodi basati sui multipli di mercato e aumentando l'utilizzo dell'analisi fondamentale;
  - un "effetto emittente": alcuni emittenti hanno sviluppato competenze proprie e specifiche che probabilmente li inducono a prediligere alcuni metodi a scapito di altri.

Dall'analisi inferenziale, condotta impiegando modelli di regressione lineare e di regressione logit, è emerso in primo luogo che:

- a) non sussiste una relazione evidente tra metodi di valutazione impiegati e raccomandazioni d'investimento:
  - l'analisi di regressione lineare non evidenzia infatti alcuna relazione tra metodologia impiegata e previsione effettuata;
  - l'analisi logit mette in luce una certa dipendenza, seppur non del tutto chiara, tra la probabilità di ottenere una previsione di successo e le metodologie valutative impiegate nell'analisi, purché s'inserisca nel modello di regressione anche l'emittente del report. Il risultato per cui il metodo di valutazione conta solo nel momento in cui si

considera anche l'emittente dell'analisi, fa propendere più per un "effetto reputation" che per la rilevanza del metodo di valutazione;

b) non si riscontra una relazione significativa tra l'entità dell'apprezzamento/deprezzamento stimato dall'analista e la probabilità che il prezzo raggiunga effettivamente il target price. Una certa influenza è invece esercitata su detta probabilità dal broker stesso. Questo implica che:

- per ottenere una stima di successo non è sufficiente emettere un target price opportunisticamente vicino al prezzo corrente di mercato;
- è ipotizzabile l'esistenza di un "effetto abilità" in capo all'analista.

# ***CAPITOLO 1***

## **Teoria del valore e analisti finanziari**

### **1.1 Premessa**

La teoria del valore, inteso come capitale economico delle imprese, costituisce il fondamento delle discipline economiche ed aziendali [Vicari, 1995]. Il valore è infatti il fulcro attorno al quale ruotano le aziende che vogliono garantirsi la propria sopravvivenza. Senza la categoria logica del valore, l'economia aziendale si ridurrebbe ad un mero calcolo di fatti produttivi. Il capitale economico (talvolta valore potenziale del capitale) è inteso come il valore teorico di riferimento in grado di esprimere la capacità del patrimonio aziendale di produrre risultati in futuro<sup>1</sup>.

Una delle principali caratteristiche dello studio del valore del capitale economico è la complessità. Complessità ed incertezza intervengono in ogni fase della valutazione aziendale, come ad esempio:

- nella costruzione di misure analitiche dei flussi di cassa o di utili;
- nella scelta di opportuni tassi di attualizzazione e premi per il rischio;
- nella previsione degli effetti che determinate strategie intraprese dall'azienda possono produrre sui fondamentali dell'impresa;
- nell'analisi dell'evoluzione delle dinamiche aziendali;
- nello studio del contesto socio-economico e via dicendo.

Nell'impossibilità di gestire la molteplicità delle informazioni a cui si è costantemente sottoposti, si è costretti ad abbandonare la logica massimizzante per adottarne invece una "soddisfacente", che impiega procedure euristiche per la

---

<sup>1</sup> Seguendo la definizione data da Guatri [Guatri, 2001], il valore del capitale economico è espressione di una valutazione:

- generale;
- razionale;
- dimostrabile e possibilmente obiettiva;
- stabile.

semplificazione del problema<sup>2</sup>. Per tale motivo, la valutazione del capitale economico di un'azienda, sebbene in teoria razionale, in pratica è poi basata su delle euristiche.

Il paradosso che si crea è che il problema della valutazione è talmente complesso che spesso lo si riduce a qualcosa di addirittura troppo semplice e lineare. Per assurdo, sono più sofisticati e complicati i tecnicismi che si predispongono per formalizzare le cose più semplici rispetto ai modelli predisposti per la stima del valore di un'impresa<sup>3</sup>. L'effetto che la complessità produce sull'uso delle procedure decisionali è stato rilevato con diverse metodologie di ricerca. I risultati ottenuti indicano come la strategia utilizzata per risolvere un problema sia più semplice ed inserita in un processo multi-fase quanto più è complesso un problema [Payne, 1982]. Probabilmente questo si verifica perché lo sforzo richiesto per formalizzare il processo valutativo sarebbe comunque del tutto vano. Secondo alcuni, questi risultati sono attribuibili alle limitazioni del sistema cognitivo, per cui la semplificazione del problema sarebbe finalizzata all'utilizzo di regole più sofisticate (Payne et al. [1993]).

Nei problemi caratterizzati da elevata complessità, un ruolo cruciale è assunto dal livello di *expertise* dell'individuo. Sebbene infatti, l'utilizzo di modelli abbia il pregio di combinare le informazioni in modo ottimale, è pur sempre vero che è poi l'individuo a dover scegliere le variabili e stimarne i valori. Gli individui esperti, che hanno raggiunto il livello più alto di conoscenze ed esperienza nel proprio ambito professionale, sono più abili a far fronte alla complessità, selezionando le informazioni rilevanti [Rumiati e Bonini, 1996].

Nell'ambito della valutazione d'azienda, sono gli analisti finanziari gli esperti che quotidianamente si scontrano con la complessità della valutazione d'azienda e i metodi di valutazione sono gli strumenti che sono loro offerti per gestire il problema, proponendosi come tecniche flessibili per la riduzione del numero di variabili coinvolte nel processo.

Queste premesse offrono la chiave di lettura del primo capitolo. Esso ha l'obiettivo di introdurre il tema generale di questa ricerca, ossia il valore, mettendo brevemente in luce gli aspetti teorici più importanti della teoria del valore e la rilevanza pratica che l'attività dell'analista finanziario assume.

---

<sup>2</sup> Simon [1977] ha osservato che le decisioni e i giudizi, piuttosto che rispondere a principi razionali di ottimizzazione, tendono invece a livelli di soddisfazione.

<sup>3</sup> L'analisi dei modelli di valutazione è rinviata al capitolo 3.

L'impostazione adottata sarà la stessa in tutti i capitoli. Ciascun capitolo analizza da un punto di vista prima teorico e poi empirico una delle fasi del complesso processo seguito dagli analisti finanziari per produrre previsioni sui prezzi futuri delle imprese.

## **1.2 La creazione di valore: alcuni aspetti introduttivi**

In anni recenti, i cambiamenti intervenuti nel contesto politico-istituzionale, nonché l'intensificarsi della competizione internazionale e la globalizzazione dei mercati, hanno fatto emergere la necessità di rivedere sotto una luce critica i vari modelli e le teorie elaborate sino ad oggi per la gestione delle imprese, i quali hanno dimostrato di non saper mantenere nel tempo la validità strutturale che li aveva precedentemente contraddistinti.

Il contesto odierno in cui si trovano ad operare le aziende impone loro di assumere la creazione del valore come obiettivo fondamentale dell'attività d'impresa; ciò per due fondamentali ragioni: da un lato, perché si deve rendere conto necessariamente agli investitori esterni all'azienda (per crearsi una certa attendibilità industriale), dall'altro lato, perché la misura della creazione di valore è l'occasione per confrontare la propria performance con quella del resto del mercato.

Date queste considerazioni, il tema del valore assume un ruolo sempre più importante. Sempre più spesso si valutano le qualità delle performance aziendali in funzione della capacità di creare o distruggere valore per l'azionista, tanto che negli ultimi anni, accademici e società di consulenza hanno proposto sul mercato alcune metodologie di misura ispirate alla creazione di valore<sup>4</sup>. Il fondamento teorico delle varie tecniche introdotte è che la creazione di valore per l'azionista sia legata ai profitti conseguiti dall'impresa, non ai profitti contabili, ricavabili dai bilanci, bensì ai "profitti economici", indicatori del valore creato/distrutto dall'attività aziendale e intesi come la extra-remunerazione che spetta ai portatori di capitale di rischio.

---

<sup>4</sup> Si pensi ad esempio all'*EVA* (*Economic Value Added*).

In risposta alle numerose critiche di natura concettuale e tecnica<sup>5</sup> mosse al principio di massimizzazione della ricchezza, che per anni ha costituito il principio-guida di tutte le decisioni aziendali, nacque lo *Shareholder Value Approach (SVA)*. Le origini di questo approccio possono farsi risalire agli anni '30, quando l'economista Irving Fisher affermò che il tradizionale obiettivo della massimizzazione del profitto doveva essere sostituito da quello delle creazione di valore di capitale dell'impresa [Fischer, 1932]. Il principio dello *SVA* incontra il pieno successo negli Stati Uniti negli anni '80, quando Rappaport estende al campo manageriale i principi del liberismo di Friedman ed il modello teorico di Modigliani-Miller. In tal modo, il principio della creazione di valore per gli *shareholders* diviene un obiettivo esplicitamente statuito.<sup>6</sup>

L'obiettivo dello *SVA* è di aumentare la dimensione del capitale economico, ossia il valore dell'impresa, intesa come investimento, quindi di realizzare uno *spread*, costantemente positivo, tra il rendimento del capitale di rischio ed il suo costo. Il maggior valore creato, affinché venga apprezzato dagli azionisti, deve poi trasferirsi anche ai prezzi dei titoli dell'impresa. Per questo motivo, la creazione e la diffusione del valore costituiscono due facce della stessa medaglia. Per svilupparsi e sopravvivere l'impresa deve generare nuovo valore. La creazione di valore diventa quindi obiettivo primario per la permanenza in vita a lungo termine di tutte le imprese.

La teoria della creazione di valore non va intesa come un semplice principio-guida, generale e astratto, ma va interpretata come un vero e proprio "strumento operativo" attraverso cui adottare le varie decisioni aziendali. L'analisi del valore è quindi in grado di svolgere un fondamentale ruolo come strumento di gestione, ed in particolare di pianificazione e controllo<sup>7</sup>.

Da un punto di vista organizzativo, la creazione di valore richiede due momenti: il momento della gestione, ovvero la sistematica ricerca finalizzata alla produzione di

---

<sup>5</sup> Le critiche di natura concettuale si basavano sul fatto che la massimizzazione del reddito rispondeva unicamente agli interessi di un unico sistema, ovvero quello proprietario. Per quanto concerne invece le critiche di natura tecnica, principalmente queste sono mosse sulla difficoltà di misurazione di una grandezza di periodo quale è quella reddituale e l'indeterminatezza di un criterio di massimizzazione laddove non si andasse ad esplicitare l'orizzonte temporale di riferimento.

<sup>6</sup> "Corporate mission statements proclaiming that the primary responsibility of management is to maximize shareholders' total return via dividends and increases in the market price of the company's shares abound. While the principle that the fundamental objective of the business corporation is to increase the value of its shareholders' investment is widely accepted, there is substantially less agreement about how this is accomplished" [Rappaport, 1986, 1].

<sup>7</sup> Si pensi al cosiddetto *Value Based Planning*, ovvero alla pianificazione incentrata proprio sulla creazione di valore.

nuovo valore e quello del controllo, cioè l'accertamento periodico della grandezza, creata o distrutta, [Guatri, 1991, 7].

### **1.3 I fattori da cui dipende il valore: strategie, leve del valore e del prezzo**

La chiave per il successo nella gestione del valore è non solo capire quale esso sia, ma anche individuare le sue fonti.

Tre sono le tematiche che occorre considerare nel processo di valutazione <sup>8</sup>:

- 1) la strategia aziendale;
- 2) le leve del valore (*value drivers*);
- 3) le leve del prezzo.

Queste ultime in particolare hanno attinenza con la problematica non della creazione-distruzione di valore, ma della diffusione di esso misurata attraverso le intervenute variazioni dei prezzi di mercato.

Per quanto riguarda l'apporto delle strategie aziendali alla creazione di valore: "valore e strategie vengono a porsi in un nesso di complementarietà e interdipendenza perché l'azienda crea valore in base alle strategie adottate e le strategie vengono assunte nell'ottica di generazione di valore", [Balducci, 51, 2002]. Sorge quindi un problema di valutazione di tali strategie (valutazione strategica) visto che dal punto di vista quantitativo queste non vengono considerate nelle formule di valutazione sopra citate. Dal punto di vista operativo si procede alla determinazione di un "capitale strategico" attualizzando i flussi di cassa previsti e il valore finale della strategia considerata. Lo studio della strategia deve innanzitutto concentrarsi sull'analisi del sistema competitivo di riferimento al fine di individuare quali sono le opportunità offerte all'impresa per incrementare il valore dal sistema stesso (se l'impresa opera in un sistema specializzato, una strategia di sviluppo della differenziazione dei prodotti offerti porterà notevoli vantaggi all'impresa). Occorrerà poi analizzare la struttura del settore in cui opera l'impresa dal punto di vista dei concorrenti, dei clienti e dei fornitori (per un'impresa *multibusiness* si analizzerà il settore corrispondente alle singole aree d'affari). Si

---

<sup>8</sup> Guatri parla a tal proposito di "giudizio integrato di valutazione", [Guatri, 2000].

guarderanno quindi risorse, capacità e competenze dell'impresa per misurare il grado di attrattività che la caratterizza all'interno del settore in cui opera e il suo posizionamento strategico. Infine, si effettuerà l'analisi dei dati di bilancio opportunamente riclassificati per reperire gli indici più significativi.

Per quanto riguarda invece le "leve del valore", sono definiti tali tutti i fattori che, intervenendo sui risultati d'impresa futuri e sui rischi che la caratterizzano, sono in grado di modificare il valore di un'azienda. La gestione da parte del management di queste variabili permette quindi di incidere sul valore dell'impresa, aumentandolo o distruggendolo. Il valutatore non può prescindere in quanto commetterebbe l'errore di effettuare un'analisi di tipo meccanicistico che in sostanza è priva di reale contenuto. In particolare, tali leve si dovranno considerare non solo nella loro attualità, ma anche nella loro possibile evoluzione effettuando dunque proiezioni delle stesse nel futuro.

Le leve del valore sono molto numerose e possono essere distinte tra leve "centrali", quelle che si riferiscono al Gruppo o alla Sede Centrale e leve riferentesi a singole aree d'affari (*SBU*). Richiamando la suddivisione effettuata da Guatri, [Guatri e Sicca, 2000] le leve centrali possono essere distinte in sei macro-categorie a seconda dell'area su cui agiscono:

- 1) finanza: le leve finanziarie possono a loro volta essere suddivise in leve di finanza ordinaria e di finanza straordinaria. Tra alcune di quelle che si fanno rientrare nella prima categoria si possono citare: il grado di *leverage* che, confrontato con quello di altre aziende, può far emergere notizie interessanti ad esempio sulle scelte sul contenimento dei rischi; il costo dei debiti finanziari, che incide sul valore d'azienda non solo perché influenza l'attualizzazione dei flussi, ma anche perché permette di comprendere quale sia l'opinione dei terzi finanziatori circa il rischio d'impresa; le politiche di ritenzione degli utili, secondo le quali l'impresa che intenda massimizzare il valore dovrà trattenere i suoi utili o le politiche di distribuzione dei dividendi; il livello dei flussi di cassa attesi che è indice della sostenibilità o meno di uno sviluppo futuro. Tra quelle che invece appartengono alla finanza straordinaria si hanno: lo sviluppo dimensionale che è condizione necessaria, ma non sufficiente per creare nuovo valore, nel senso che non sempre ad una crescita dimensionale si associa la produzione di nuovo valore

(a tal proposito si dice che ciò avviene quando “sussiste uno *spread* positivo tra rendimento del capitale investito (*ROE*) e il tasso-opportunità a parità di rischio o il costo del capitale” [Guatri, 2000, 171]); la ristrutturazione degli *assets* sia nel senso di essere pronti a cedere quegli investimenti non più redditizi, sia in quello di variare la loro allocazione se questo comporta trarre più valore;

- 2) fiscalità: per “leva fiscale” s’intende la possibilità che viene riconosciuta alla programmazione fiscale di incidere sui risultati d’impresa, odierni e futuri, modificando così il valore. Ad esempio all’interno di un gruppo si attribuiscono i redditi prodotti ad una società in perdita;
- 3) relazioni pubbliche: in tale ambito si fa riferimento alla possibilità accordata o meno all’impresa di fruire di particolari politiche governative in grado di modificare il valore d’impresa. Si può portare l’esempio della speciale regolamentazione prevista per alcuni particolari settori e volta al loro sviluppo;
- 4) *top management*: si fa qui riferimento alle abilità imprenditoriali e organizzative dei vertici aziendali che con le loro decisioni possono aumentare o distruggere il valore dell’impresa;
- 5) comunicazione esterna: si ritiene che migliore è la comunicazione all’esterno di tutto ciò che riguarda la vita interna dell’azienda, più elevato sarà il grado di trasparenza dell’azienda stessa e maggiore sarà la percezione del vero valore dell’impresa stessa da parte dell’intera comunità finanziaria. In questa categoria rientra anche la “comunicazione finanziaria” che sarà trattata separatamente in seguito;
- 6) capacità strategica: essa si compone di più elementi quali ad esempio la capacità dell’impresa di creare nuove occasioni redditizie, la capacità di stimare e scegliere i rischi da assumere, la capacità di ottenere consenso. Ovviamente maggiori sono queste capacità, maggiore sarà il valore creato per l’impresa.

Per quanto concerne le leve del valore attinenti a singole aree d’affari, esse possono riferirsi, secondo la distinzione proposta da Guatri [2000]: alle “condizioni esterne” e in questo caso sono date e non possono venire manipolate; alle “competenze-

base” della singola *SBU*, tra cui si citano quelle relative agli acquisti e forniture (come la stabilità delle relazioni con i fornitori o le giacenze medie), alla distribuzione, alla organizzazione commerciale e altre ancora; alle “competenze distintive” che comprendono l’innovazione, le risorse immateriali e via dicendo.

Ricordando la distinzione concettuale tra prezzo e valore e la relazione che s’instaura tra i due termini per effetto del trasferimento del valore, creato o distrutto, dall’impresa ai prezzi titoli, le leve di prezzo sono quei fattori che vengono azionati dall’impresa e che incidono sulle varie tipologie di prezzo esistenti sul mercato. Sui prezzi incidono poi anche quei fattori che sfuggono al controllo dell’impresa (ad esempio, l’efficienza o inefficienza dei mercati finanziari). Una leva del prezzo che sta assumendo sempre maggiore importanza è la comunicazione esterna d’impresa attraverso cui l’impresa porta a conoscenza delle proprie azioni, passate o stabilite per il futuro, soggetti tra loro eterogenei (analisti, investitori istituzionali, piccoli risparmiatori) affinché questi possano formulare apprezzamenti circa la condotta aziendale e possano quindi effettuare i confronti necessari per poter scegliere tra le varie alternative d’investimento. In particolare, negli ultimi decenni si sta sviluppando un acceso dibattito circa l’importanza della componente finanziaria di detta comunicazione d’impresa, che assume un ruolo come leva del prezzo.

#### **1.4 Una leva del valore e del prezzo: la comunicazione finanziaria**

Se si pensa all’impresa come un “sistema aperto”<sup>9</sup>, allora è naturale anche pensare e parlare di relazioni che si strutturano all’interno e all’esterno di essa e di cui l’impresa stessa vive. Ma si tratta di relazioni che si instaurano tra categorie di soggetti tra di loro eterogenee e quindi affinché il sistema funzioni con successo e in modo coeso, è necessario che intervenga qualche cosa che possa instaurare una qualche omogeneità tra detti rapporti. Il fattore che riesce in questo scopo è proprio la “comunicazione d’impresa”, ossia quel mezzo con cui l’impresa porta a conoscenza dei soggetti che ne

---

<sup>9</sup> “L’azienda è un sistema di forze economiche che sviluppa, nell’ambiente di cui è parte complementare, un processo di produzione, o di consumo, o di produzione e di consumo insieme, a favore del soggetto economico, ed altresì degli individui che vi cooperano”, [Amaduzzi, 1963, 20]. Sui caratteri dell’impresa come sistema “sociale”, “teleologico”, “aperto”, “dinamico”, articolato in “sub-sistemi” si veda Ferrero [1987] o Bertini [1989].

fanno o meno parte circa i contenuti dei propri obiettivi e delle corrispondenti azioni con cui raggiungerli, una volta che ha definito quali questi debbano essere.

In dottrina si suole fare una serie di distinzioni terminologiche - concettuali. Innanzitutto si distingue tra comunicazione interna ed esterna proprio facendo leva sulle due macro categorie di relazioni che si possono individuare come caratterizzanti l'impresa. La comunicazione interna è quindi quella che l'impresa attua al proprio interno e quella esterna invece è quella che l'impresa instaura con i soggetti esterni. La comunicazione interna ha come obiettivo quello di sviluppare coesione tra i membri interni all'azienda; la comunicazione esterna invece mira al reperimento di consensi tra un gruppo di soggetti esterni (si ricomprendono clienti, fornitori, azionisti, creditori finanziari e via dicendo).

Altra distinzione dottrinale è quella che viene fatta tra comunicazione economica e comunicazione finanziaria. La comunicazione economica contiene informazioni circa la situazione e le prospettive patrimoniali, reddituali e finanziarie e costituisce la base per ottenere consenso tra il pubblico circa la strategia adottata, mentre la comunicazione finanziaria può avere un contenuto vario ed è principalmente rivolta al mercato dei capitali per poter reperire le risorse finanziarie necessarie per attuare la strategia decisa<sup>10</sup>.

Infine si è soliti distinguere tra comunicazione obbligatoria e volontaria. La prima imposta dalla legge (bilanci, relazioni semestrali), la seconda voluta invece dall'impresa stessa. In questo secondo caso quindi si tratta di una comunicazione con contenuto vario e caratterizzata da ampia discrezionalità.

Al di là di queste distinzioni dottrinali<sup>11</sup>, bisogna comprendere cosa s'intende con l'espressione "comunicazione". In particolare, l'attenzione qui sarà riservata, richiamando una delle categorie dottrinali prima descritte, a quella che si definisce comunicazione finanziaria.

La comunicazione infatti va distinta dall'informazione, è qualche cosa di più complesso. Per aversi comunicazione occorre porre in essere un processo che si

---

<sup>10</sup> G. Bertinetti dà queste due definizioni: "a) la comunicazione economica è quella che si caratterizza per contenuti attinenti la situazione e le prospettive patrimoniali, reddituali e finanziarie, b) la comunicazione finanziaria è quella destinata all'ambiente finanziario di riferimento per l'approvvigionamento di capitali". [Bertinetti, 1996, 34]

<sup>11</sup> Si veda "Creazione di valore e informazione societaria", supplemento al n. 42 di AIAF, [AA.VV., 2002].

compone di più momenti concatenati tra loro. Per individuare le singole fasi del processo ed attuare quindi una comunicazione occorre individuare:

- chi comunica;
- cosa viene comunicato;
- con che mezzo si comunica;
- chi è il destinatario.

Si può quindi capire che la diversità della comunicazione rispetto all'informazione risiede nel fatto che la comunicazione è qualche cosa di più ristretto rispetto all'informazione. Nell'informazione non assume rilevanza infatti alcun processo, ma conta solo il contenuto del messaggio che viene dato.

La comunicazione finanziaria può essere fatta da più soggetti a seconda delle circostanze. Nelle occasioni di maggior rilevanza, quali acquisizioni, fusioni, annunci strategici sarà opportuno che di tali comunicazioni se ne occupi il top management, mentre per quanto riguarda la gestione dei flussi giornalieri di informazioni richiesti dagli investitori se ne occuperà l'*investor relations manager*, il quale a sua volta si ritiene debba reperire dai mercati finanziari quali sono state le percezioni della comunità finanziaria sull'azienda, a comunicazione avvenuta, perché si dice che all'interno della comunicazione non vi sia solo l'attività del "parlare", ma che occorra anche il "saper ascoltare" per essere in grado di organizzare con maggior efficacia la comunicazione successiva.

Le informazioni contenute nel messaggio indirizzato alla comunità finanziaria possono essere sia di tipo qualitativo che quantitativo e, se si tratta di informativa obbligatoria, il contenuto informativo sarà imposto dalla legge (ad esempio i bilanci), mentre se si tratta di informativa volontaria, il contenuto dipenderà dalle scelte della singola azienda o della singola *SBU*. A tal proposito bisogna tener presente che in questa scelta avrà il suo peso anche la valutazione effettuata dall'azienda stessa sul rapporto costi/benefici che deriva dalla diffusione di particolari informazioni. Ad esempio, alcune informazioni utili per il mercato potrebbero essere tali anche per la concorrenza. In linea di massima la società dovrà comunicare quanto è ritenuto rilevante ed è richiesto dalla comunità finanziaria<sup>12</sup>: le informazioni maggiormente richieste sono quelle attinenti agli sviluppi futuri dell'azienda (budget e piani strategici di *business*) e

---

<sup>12</sup> In particolare è previsto che debbano essere comunicate tutte quelle informazioni che potenzialmente possono modificare il prezzo delle azioni (informazioni definite *price sensitive*).

non quelle “a consuntivo” in quanto sono quelle del primo tipo che consentono di pervenire a fondate valutazioni d’azienda.

I canali che permettono una comunicazione efficace sono molteplici. Se si tratta di informativa obbligatoria, è la stessa legge che stabilisce come debba essere effettuata la comunicazione. Quando si tratta invece di informativa “voluta”, è invece necessario scegliere autonomamente il canale di trasmissione. Il canale migliore sarà quello che consente di trasmettere il messaggio nel modo più tempestivo e trasparente possibile. Affinché la comunicazione espliciti i propri effetti, occorre infatti che venga percepita in modo veloce, che sia comprensibile, chiara e corretta. Nella scelta del metodo di comunicazione occorrerà anche tener conto del destinatario (target) cui è rivolta. A titolo di esempio, tra i canali di comunicazione possono essere annoverati: comunicati stampa, *annual* o *interim report*, l’utilizzo della stampa quotidiana (es. Il Sole 24 Ore). Da evidenze empiriche è emerso come sia prevalente il ricorso da parte degli *investor relations manager* ad incontri del tipo *one-to-one* con la comunità finanziaria. In particolare questo canale è risultato quello preferito, e quindi maggiormente richiesto, da parte degli analisti<sup>13</sup>. L’evoluzione tecnologica consente di aggiornare continuamente i canali con cui è possibile comunicare, basti pensare al canale Internet che, se sapientemente utilizzato dalle imprese e adeguatamente diffuso tra esse, consentirebbe una immediata (temporalmente) ed omogenea (geograficamente) diffusione dell’informativa più rilevante.

Per quanto riguarda invece il destinatario della comunicazione finanziaria, questo è individuato nella comunità finanziaria nel suo complesso composta da azionisti, investitori, gestori di fondi ovvero analisti. L’individuazione dei soggetti cui è destinata la comunicazione è rilevante almeno sotto due aspetti:

- da un lato la competenza tecnica di tali soggetti, per operare una differenziazione nei contenuti e nella forma del messaggio;
- dall’altro l’importanza attribuita a tali soggetti da parte dell’azienda, per poter scegliere le caratteristiche che deve avere la comunicazione (ad esempio rileva per scegliere chi deve comunicare).

Tra valore e comunicazione possono essere individuati sostanzialmente due tipi di legami: uno che s’instaura tra comunicazione e creazione/distruzione del valore, l’altro

---

<sup>13</sup> Sempre da evidenze empiriche è emerso che la componente analisti costituisce la parte più rilevante della domanda di informazioni. Queste informazioni sono state tratte dall’articolo di F. Avvallone [2002].

che invece fa riferimento alla diffusione del valore, già creato o distrutto, nei prezzi di mercato dei titoli della società. In base ai concetti già precisati nel precedente paragrafo, nel primo caso si parla di comunicazione finanziaria come “leva del valore”, nel secondo caso invece si parla di essa come “leva di prezzo”.

Una buona comunicazione costituisce il presupposto necessario per aumentare la credibilità strategica dell’impresa, migliorare la sua immagine e incrementare la fiducia che la comunità finanziaria accorda al management dell’impresa. La capacità strategica è stata annoverata tra le leve del valore ed è quindi chiaro che un aumento della sua credibilità non può che apportare benefici nella creazione di valore. Se si suppone che la comunità finanziaria ritenga di aver ricevuto dall’impresa tutti i dati che giudica necessari al fine di valutare il proprio investimento (prospettive future, rischi associati ai nuovi investimenti e via dicendo), percepirà una maggior sicurezza che si tradurrà in una richiesta di premi per il rischio inferiori. L’impresa vedrà una riduzione del costo dei capitali, sia di rischio che di debito, visto il ridotto *risk-premium* richiesto dal mercato e ciò comporterà, dal punto di vista quantitativo, un aumento del valore dell’impresa essendo utilizzati tassi di attualizzazione inferiori. L’impresa godrà inoltre di un bacino di potenziali ed effettivi investitori molto più esteso, visto il suo elevato grado di appetibilità e potrà quindi godere di una maggior flessibilità decisionale, sia in campo strategico, sia in campo finanziario.

In una ricerca del 1997, intervistando 30 analisti e 50 investitori finanziari su varie questioni, sono emersi i seguenti risultati circa i vantaggi che, secondo tali analisti e investitori, le aziende possono trarre dalla diffusione di maggiori informazioni (dati sono espressi in %), [Guatri-Eccles, 2000, 25]:

**Tabella1. 1: I vantaggi di cui può godere un’azienda a seguito di diffusione di maggiori informazioni**

<b>Vantaggi da maggior informazione</b>	<b>Investitori (n = 50)</b>	<b>Analisti (n = 30)</b>
Aumento della credibilità	90	83
Più facile accesso a nuovi capitali	82	80
Aumento degli investitori di lungo termine	80	83
Aumento del valore delle azioni	70	53
Aumento della liquidità delle azioni	66	33
Aumento dell’attenzione da parte degli analisti	64	70
Aumento del rapporto prezzi/utigli	58	40
Riduzione dell’intervento politico o legislativo	58	40
Miglioramento del rapporto con i fornitori	48	50
Riduzione dell’instabilità dell’andamento delle azioni	46	50

Leggendo i dati della Tabella 1. 1, emerge che i principali vantaggi di cui un'azienda può godere, sviluppando la sua capacità comunicativa, secondo entrambe le categorie di soggetti intervistati, sono tre, ossia: l'aumento della credibilità del management (così per il 90% degli investitori e l'83% degli analisti), un accesso più facile alla raccolta di nuovi capitali (secondo l'82% degli investitori e l'80% degli analisti), un numero più elevato di investitori impegnati sul lungo termine (così dice l'80% degli investitori e l'83% degli analisti). Un risultato interessante è anche quello che emerge relativamente alla maggior attenzione riservata dagli analisti a società che diffondono maggiori informazioni; (questo è percepito come un vantaggio da parte del 64% degli investitori e del 70% degli analisti)<sup>14</sup>. Se infatti aumenta il numero di analisti che studia una stessa società, aumenta anche il grado di competizione che si sviluppa tra questi. Questo fatto comporta che, probabilmente, gli studi prodotti dagli analisti siano più accurati e veritieri e dunque la percezione di quale sia il “vero valore” dell'impresa analizzata potrà essere migliore.

Qualora l'impresa fosse in grado di perpetuare questa abilità nell'effettuare una comunicazione finanziaria efficace, si creeranno le basi per l'instaurarsi di un “circolo virtuoso” che porterà ad un ripetersi ciclico degli effetti favorevoli (“circolo vizioso” nel caso opposto) [AA.VV., 2002].

Relativamente invece alle motivazioni che inducono a considerare la comunicazione finanziaria anche una leva di prezzo, già si è detto della distinzione concettuale tra “valore” e “prezzo” e del necessario collegamento che tra questi due concetti deve rinvenirsi<sup>15</sup>. Senza la diffusione del valore, il processo di creazione del valore rimarrebbe infatti incompiuto. Il fenomeno della diffusione interessa, in primo luogo, gli investitori finanziari che, in questo modo, hanno la possibilità di misurare il vantaggio derivante dal particolare investimento, ma anche gli investitori imprenditoriali, ovvero quei soggetti che detengono quote di controllo dell'impresa e gli imprenditori detentori dell'intero capitale. L'impatto che si registra nei prezzi a seguito della creazione/distruzione di valore dipende in larga misura dalla comunicazione finanziaria che assolve il ruolo di “veicolo” di diffusione del valore. Se la comunicazione finanziaria è corretta, tempestiva ed efficace, potrà essere trasferito nei

---

<sup>14</sup> Per una trattazione compiuta di questo tema, si rinvia al capitolo successivo.

<sup>15</sup> Questo legame tra prezzo e valore potrà anche rompersi in momenti di inefficienza dei mercati.

prezzi anche l'intero differenziale di valore. Il prezzo di mercato si determina infatti a seguito dell'incontro di domanda ed offerta di titoli che si compongono di ordini definiti come “*liquidity driven*”, ossia ordini che dipendono dalle esigenze di liquidità dei soggetti, ed ordini “*information driven*”, ossia ordini che sono guidati dai “fondamentali” degli emittenti. Ordini del primo tipo si avranno quindi qualora l'investitore abbia bisogno di liquidità, ordini del secondo tipo invece si avranno quando avviene la diffusione di nuove informazioni e sono questi ordini che consentono al prezzo di un titolo di avvicinarsi al suo “vero valore” (*fair value*).

Il processo di trasferimento del valore può essere sintetizzato da coefficienti chiamati di diffusione. Ve ne sono tanti quante sono le tipologie di prezzi presenti nel mercato. Tali coefficienti rappresentano il rapporto che, in un certo istante temporale, intercorre tra il valore incorporato dai prezzi ed il valore creato.  $d$  è ad esempio il coefficiente di diffusione borsistica, ma si ha anche  $D$ , coefficiente di diffusione sui prezzi di controllo. Chiamando  $W_{MM}$  il prezzo delle quote di controllo,  $W_M$  le quotazioni di borsa e  $W$  il valore del capitale economico, indicando con  $\Delta$  la variazione intervenuta nelle grandezze, [Guatri, 1992, 7]:

$$d = \Delta W_M / \Delta W \text{ e } D = \Delta W_{MM} / \Delta W$$

Qualora si fosse creato valore, la situazione ottimale sarebbe quella per cui  $d=1$  e  $D=1$ , mentre risulta chiaro che questo non è invece auspicato dalle imprese che hanno distrutto valore. Il valore di questi coefficienti dipenderà dal livello di efficienza del mercato che a sua volta dipenderà dalla quantità e dalla qualità delle informazioni fornite dalle società. Durante momenti di disinformazione, avverrà che  $d$  (o  $D$ ) si scosteranno sensibilmente dall'unità e ciò comporta che gli investitori sottostimeranno o sovrastimeranno i titoli giungendo in questo modo ad una allocazione distorta delle proprie risorse. Un'insufficiente diffusione del valore costituisce un problema per diversi ordini di soggetti per svariati motivi [Guatri, 1992]:

- a) nell'ottica dell'azionista: sottovalutando la performance dell'impresa, l'azionista potrà intraprendere decisioni penalizzanti per il titolo in questione;
- b) nell'ottica dell'impresa: l'impresa sarà costretta ad innalzare il livello del *pay out ratio* (rapporto tra dividendi distribuiti e utile conseguito) contravvenendo al principio generale tale per cui alti livelli di *pay out ratio* sono poco compatibili con la creazione di valore per l'impresa. Inoltre, in riferimento ai

prezzi di emissione dei titoli, maggiore è il coefficiente di diffusione e maggiore sarà anche il sovrapprezzo applicabile. Ancora, rispetto alla possibilità di procedere a nuovi aumenti di capitale, bassi livelli del coefficiente di diffusione possono in qualche modo costituire un ostacolo al raggiungimento di prezzi “minimi” che garantiscano il successo dell’operazione. Infine, il coefficiente di diffusione potrebbe rilevare in caso di fusione, nella determinazione dei rapporti di cambio;

- c) nell’ottica di altri soggetti interessati alle vicende dell’impresa: le quotazioni possono interessare anche l’immagine complessiva che l’impresa possiede. L’andamento dei corsi azionari incide quindi anche sui rapporti con i clienti, fornitori, il personale, nonché sulla compattezza ed efficienza del management;

Sull’importanza che la qualità della comunicazione finanziaria riveste per il valore percepito di un’azienda, e quindi per il prezzo dei suoi titoli, è stato anche pubblicato uno studio statistico che ha messo in luce una serie di conclusioni interessanti<sup>16</sup>. L’obiettivo di questo studio è stato quello di individuare l’esistenza o meno di un legame di una correlazione tra una variabile dipendente, ossia il valore percepito di una azienda e una variabile indipendente, cioè la comunicazione finanziaria. In questo studio si è proceduto all’individuazione di quattro variabili che, sulla base di una ricerca effettuata presso analisti e gestori di fondi (ricerca effettuata da Assogestioni), sono state ritenute quelle maggiormente influenti per la scelta di un titolo. A tali analisti e gestori era cioè stato chiesto di dare un punteggio (da 1 a 4) a ciascuno dei fattori che gli venivano elencati (in totale 16 fattori), sulla base della rilevanza rivestita da ciascun fattore, all’interno del processo decisionale che conduceva loro alla scelta di un titolo da inserire in portafoglio. Queste variabili, in ordine di importanza attribuita, sono state individuate in:

1. il tasso di crescita degli utili (punteggio medio 3,7)
2. la qualità del management (punteggio medio 3,4)
3. la completezza e la tempestività dell’informativa societaria (punteggio medio 3,2)
4. le prospettive del settore in cui l’impresa opera (punteggio medio 3,0)

---

<sup>16</sup> Questo studio è apparso in un articolo di L. Barbarito [2002].

Fattori quali, la politica dei dividendi e la posizione tecnica del titolo, ricoprono invece le ultime posizioni della graduatoria con punteggi medi di 1,8 e di 1,7, rispettivamente.

E' quindi stato costruito il modello da testare nel seguente modo:

$$\text{Valore percepito d'impresa} = f(1, 2, 3, 4)$$

Il campione prescelto è costituito dalle società del MIB30 e del MIDEX, per un totale di 53 società. Il periodo campione considerato è costituito da circa 20 mesi e va dal 1° marzo 1999 al 15 novembre 2000.

Per stimare quantitativamente le cinque variabili (4 indipendenti ed 1 dipendente) si è deciso di operare nel seguente modo:

- Per il valore percepito dell'impresa si è deciso di guardare il rapporto *Price/Book-Value (P/BV)*, prendendo come prezzo quello medio di periodo e come valore di libro quello risultante dall'ultimo bilancio disponibile.
- Per il tasso di crescita degli utili si è optato per una media del tasso di crescita degli utili previsto per il 1999-2000 e 2000-2001 (ottica di breve).
- Per la qualità della comunicazione finanziaria, misurata sulla base della completezza e della tempestività delle informazioni, lo studio ha fatto riferimento al giudizio medio espresso, per ciascuna delle 53 società, da analisti e gestori di fondi a cui era stato inviato un questionario.
- Per la qualità del management, si è fatto riferimento ancora una volta al giudizio medio espresso nel questionario suddetto.
- Per le prospettive del settore ci si è dovuti affidare ancora al giudizio soggettivo degli intervistati.

Nel campione prescelto per l'analisi, si è quindi operata una regressione multipla e si è giunti ad una serie di conclusioni, tra cui appare rilevante ai fini di questa trattazione il fatto che gli autori dimostrano che, nel lungo periodo, la qualità della comunicazione finanziaria e quella del management, variabili tra loro positivamente correlate, almeno in un'ottica di lungo periodo e salvo casi eccezionali, hanno un impatto positivo sul prezzo dei titoli (*P/BV*), soprattutto per le società di maggiori dimensioni.

In conclusione, nell'individuare quali sono i motivi che spingono un'impresa a comunicare e la comunità finanziaria a richiedere che le informazioni siano date in

modo efficiente, è emersa l'importanza di una comunicazione finanziaria di qualità tanto nel processo di creazione di valore quanto nel processo di sua diffusione. Su questa importanza si sta discutendo continuamente e alcune ricerche hanno evidenziato che, per quanto riguarda la realtà italiana, è da rinvenire una certa arretratezza nei processi di comunicazione finanziaria rispetto ad altre realtà, anche se la situazione recentemente ha cominciato a migliorare<sup>17</sup>.

### **1.5 L'attività dell'analista finanziario**

Gli analisti finanziari producono previsioni degli utili societari, dei prezzi futuri dei titoli azionari sui mercati secondari e sintetizzano tali previsioni in raccomandazioni di acquisto o vendita dei titoli medesimi.

Comunemente si individuano tre categorie di analisti finanziari: i *sell-side analyst*, i *buy-side analyst* e gli *independent analyst*. I primi sono i principali produttori di previsioni, tipicamente lavorano per conto di società di intermediazione, broker o dealer, e la loro attività consiste nell'indirizzare le scelte di investimento dei clienti delle stesse. I secondi tendono, invece, ad utilizzare i report prodotti dai *sell-side analyst* come *input* del loro processo decisionale e lavorano per conto di *money manager* istituzionali, ossia di soggetti, come fondi comuni di investimento, che si occupano della gestione patrimoniale in monte e acquistano per conto proprio strumenti finanziari, *hedge funds* o fondi pensione. Infine, i cosiddetti analisti indipendenti svolgono attività in conto proprio o per conto di soggetti che comunque non sono riconducibili a gruppi cui facciano parte intermediari finanziari. Analogamente a quanto avviene in gran parte degli studi sulle previsioni degli analisti, il presente lavoro si focalizzerà sulla figura dei *sell-side analyst*.

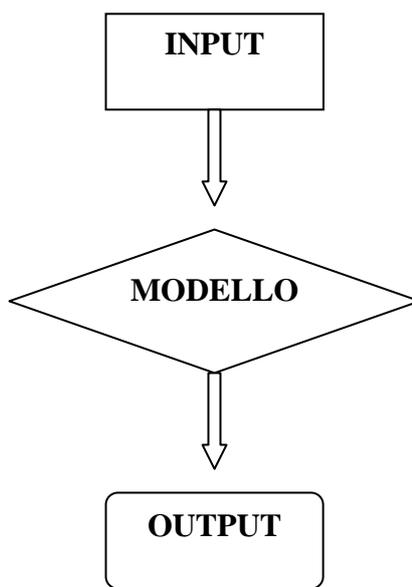
L'attività dei *sell-side analysts* consiste nell'assemblare un set di informazioni eterogeneo di varia natura relativo, sia alle specifiche caratteristiche dell'impresa analizzata, sia al sistema economico nel suo complesso per pervenire, attraverso l'impiego di uno o più modelli valutativi, alla stima del valore di un'impresa e alla formulazione di un consiglio d'investimento. Schematicamente, quindi, il processo di

---

<sup>17</sup> I fattori da cui si fa dipendere questo ritardo sono vari, sia legati alla domanda, sia all'offerta di comunicazione e tutti connessi al contesto ambientale italiano. [Guatri-Eccles, 2000].

valutazione di un titolo azionario compiuto dall'analista finanziario assume la struttura sequenziale “*input-modello-output*” rappresentata dalla Tabella 1. I riportata di seguito.

**Figura 1. 1: La struttura del processo di valutazione dell'analista finanziario.**



I contenuti delle singole fasi sono sintetizzabili come segue:

1. Fase I (*input*): La raccolta di un ricco insieme di informazioni passate e presenti, di cui si discuterà tra breve.

2. Fase II (*modello*): L'implementazione di un modello di valutazione attraverso cui rielaborare le informazioni precedentemente raccolte. Di tali modelli si discuterà ampiamente nel capitolo successivo.

3. Fase III (*output*): La stima di un “prezzo obiettivo” per azione o di un “valore corretto” per azione (*target price* o *fair value*<sup>18</sup>) che riflette l'opinione dell'analista rispetto a quanto l'azione vale correntemente e l'emissione di una raccomandazione d'investimento o di un giudizio valutativo sul titolo (gli usuali “*buy*”, “*hold*”, “*sell*”, “*add*”, “*underperform*” e via dicendo) sulla base della sopravvalutazione

---

<sup>18</sup> Normalmente si assume che *target price* e *fair value* siano sinonimi e dunque utilizzati come alternative per esprimere lo stesso concetto, tuttavia, in alcune occasioni, certi analisti indicano un *fair value* che si discosta dal *target price*. In questi casi il *target price* viene ottenuto applicando uno sconto al *fair value*.

(sottovalutazione) del titolo individuata dall'analista rispetto al prezzo che, in quel momento, esprime il mercato<sup>19</sup>. Dell'output dell'attività dell'analista finanziario si discuterà nel capitolo 4.

## 1.6 La struttura del report

Come accennato poco sopra, il complesso lavoro dell'analista finanziario si esprime attraverso la redazione, in diversi momenti dell'anno, di un documento, conosciuto come *report*, attraverso cui le valutazioni vengono rese pubbliche e si diffondono poi tra gli attori del mercato finanziario<sup>20</sup>.

Sulla base dello schema a cui si è fatto riferimento poco sopra (figura 1), il contenuto di questo strumento può essere sintetizzato come segue:

- a. uno o più metodi di valutazione (es. *market multiples*, *discounted cash flow* e via dicendo);
- b. un contenuto di varia natura, rappresentato da previsioni e stime di alcune quantità, input dei metodi di valutazione. Ad esempio: tassi di attualizzazione, premi per il rischio di mercato e via dicendo;
- c. gli output finali (tipicamente, raccomandazioni e *target price*).

Tale strumento può essere di varia tipologia e natura. Sebbene, infatti, la matrice con cui queste relazioni vengono redatte è comune, il mercato dei report si presenta piuttosto differenziato. Gli elementi di distinzione, quantomeno in parte, derivano dal fatto che ciascuna relazione viene redatta da:

---

<sup>19</sup> Questo apprezzamento (positivo o negativo che sia) viene normalmente effettuato sulla base della discrepanza che risulta tra il risultato della valutazione ed il prezzo corrente di mercato. Se ad esempio dalla valutazione "fondamentale" risulta esservi un *target price* (*fair value*) maggiore rispetto al prezzo corrente e tale discrepanza supera anche il rendimento medio atteso di mercato, queste circostanze sono ritenute indice di una sottovalutazione corrente di mercato; viceversa, qualora la differenza tra i valori fosse negativa, queste discrepanze sarebbero indicative di una sovravalutazione corrente del titolo da parte del mercato. Riprendendo la terminologia adottata dagli analisti finanziari, una raccomandazione *buy* indica che l'analista ritiene che l'azione sia correntemente sottovalutata (*underpriced*) e il target price sarà superiore rispetto al prezzo corrente del titolo e del rendimento medio atteso, mentre una raccomandazione di tipo *hold* indicherà che il titolo è correttamente valutato (*fairly priced*) e, infine le raccomandazioni *sell* indicheranno azioni sovrapprezzate (*overpriced*).

<sup>20</sup> Il regolamento CONSOB 11971, del 1999, all'articolo 69, statuisce che i report di ricerca, redatti in riferimento alle società quotate devono essere spediti alla CONSOB e alla Borsa Italiana entro il giorno in cui è avvenuta la redazione per essere immediatamente pubblicati nel sito della Borsa Italiana. Alcune eccezioni sono previste in riferimento ai report di ricerca redatti privatamente per istituzioni finanziarie o per clienti privati. In questi casi, la trasmissione alla CONSOB e alla Borsa Italiana, deve avvenire entro 60 giorni dalla data di emissione del report.

- a) soggetti differenti, dipendenti di società sia italiane, sia estere;
- b) in momenti temporali distinti, spesso in occasione di specifici eventi;
- c) in relazione ad aziende diverse;
- d) impiegando varie tecniche d'analisi.

La combinazione di questi fattori determina un insieme eterogeneo di report, analizzabile principalmente su due livelli. Ad un primo livello, è possibile distinguere tra:

- a) report che sono nuovi studi;
- b) report che sono unicamente un *update* di studi precedenti.

Alcune relazioni, infatti, altro non sono che la rivisitazione di analisi temporalmente antecedenti, che vengono semplicemente aggiornate con qualche nuovo dato o qualche considerazione aggiuntiva sopraggiunta successivamente. Talvolta gli *update* possono intervenire modificando il giudizio d'investimento precedentemente espresso, mentre, altre volte, non fanno altro che ribadire e confermare quanto sostenuto in precedenza, anche alla luce delle nuove informazioni. A questa prima distinzione è riconducibile anche un'altra delle caratteristiche dei *report*, ovvero la loro differente estensione. La lunghezza dei report infatti è decisamente varia. Se alcuni report sono composti da una sola pagina, altri invece superano addirittura le 100 pagine. Alla luce delle osservazioni appena condotte, questa marcata differenza non va necessariamente interpretata come indice della bontà ed esaustività dell'analisi. Quando, infatti, i report sono semplicemente l'aggiornamento di approfondite analisi effettuate in precedenza dall'analista, verosimilmente sono anche più brevi rispetto a ricerche condotte *ex novo*, perché l'analisi "effettiva" è quella ricavabile dallo studio a cui l'*update* fa riferimento. Inoltre, in tutti i casi in cui i report vengono redatti in concomitanza al rilascio di informazioni ritenute rilevanti per il mercato, con ogni probabilità, l'analista non avrà il tempo sufficiente per redigere delle analisi "sostanziose", che magari verranno sviluppate in momenti successivi.

Ad un secondo livello, i *report*, inoltre, possono distinguersi per diversi gradi di approfondimento.

In tutti i *report*, infatti, è riconoscibile un "contenuto minimo", costituito dalla raccomandazione d'investimento, dal *target price* e da una tabella in cui si riportano gli

*earnings forecast*. Solitamente, questa struttura base è poi anche accompagnata da una sorta di narrazione “di contorno” di fatti ed eventi che caratterizzano l’impresa analizzata o lo scenario economico di riferimento. Non sempre però si può comprendere in modo preciso come si è arrivati al giudizio di valutazione. Molti *report* sono redatti dagli analisti finanziari senza che vi sia la possibilità di risalire al procedimento valutativo impiegato, sia dal punto di vista del metodo tecnicamente prescelto, sia da quello delle informazioni effettivamente rilevanti ai fini del giudizio sul valore. Sono questi dei *report* caratterizzati da massimi livelli di ermeticità.

La struttura informativa di partenza può venire poi ulteriormente arricchita a livello di contenuti, sia quantitativi che qualitativi.

Oltre agli *earnings forecast*, talvolta gli analisti integrano il set informativo con altri dati tipici dell’analisi finanziaria e dei mercati, indicando dunque anche i tassi di attualizzazione utilizzati o i *market risk premium* considerati, nonché i periodi di previsione sintetica<sup>21</sup> ipotizzati.

A livello qualitativo, un maggior approfondimento può dirsi invece raggiunto da tutti quei report in cui le semplici narrazioni assumono la veste di vere e proprie analisi qualitative “strutturate”. Quando questi tipi di analisi raggiungono livelli di articolazione elevati possono essere considerate dei veri e propri metodi di valutazione “qualitativi” a sostegno del giudizio dato: ad esempio, l’analisi *SWOT* (*Strength, Weakness, Opportunities and Threats*) o quelle indagini in cui chiaramente l’analista intende sottolineare i punti di forza o di debolezza della società analizzata, oppure, ancora, l’utilizzo di “matrici di competitività”.

Più spesso tuttavia, i metodi che vengono impiegati nelle analisi redatte sono metodi “quantitativi”. Senza voler entrare nel merito dei metodi di valutazione impiegati dagli analisti, di cui si parlerà specificatamente nel prossimo capitolo, in questa sede è opportuno sottolineare che anche a livello dei metodi di valutazione “quantitativi”, i *report* possono presentare differenti gradi di approfondimento. Il livello più basso è idealmente rappresentato da tutti quei *report*, e come si avrà modo di vedere sono un

---

<sup>21</sup> Quest’espressione si contrappone a quella di “previsioni analitiche”. Come si vedrà oltre, mentre le previsioni analitiche sono stime “puntuali” di quantità, quali ad esempio gli utili o i dividendi, le previsioni sintetiche sono stime di tassi di crescita delle stesse variabili. A differenza dell’orizzonte di previsione sintetico, l’orizzonte temporale delle previsioni analitiche è solitamente individuabile con maggior facilità. E’ sufficiente infatti la lettura della tabella di cui si è detto poco prima in cui si riportano ad esempio le previsioni sugli utili.

gruppo piuttosto numeroso, in cui l'analista non indica con sufficiente chiarezza il metodo o i metodi di valutazione impiegati nell'analisi. Altri report invece esprimono il modello attraverso cui giungono alla stima del valore. All'interno di questa tipologia di report, sostanzialmente, è possibile individuare tre livelli di analiticità:

i. un primo livello base, in cui il metodo di valutazione è unicamente intuibile, ad esempio perché solo nominato all'interno del report. All'insieme dei dati indicati o all'interno della narrazione, più o meno strutturata, l'analista talvolta si limita a citare il tipo di metodo di valutazione impiegato;

ii. ad un secondo grado di analiticità, invece, per così dire, "sintetico", l'analista, oltre a citare il metodo di valutazione che sostiene sia impiegato nella redazione della propria analisi, fornisce qualche informazione aggiuntiva. Ad esempio, nel caso in cui venga impiegato il metodo dei multipli di mercato si dichiara esplicitamente quali multipli sono stati utilizzati, non consentendo tuttavia di comprendere le modalità di implementazione del modello. Nel caso del metodo del *DCF* (*Discounted Cash Flows*), invece, è possibile che l'analista riporti la previsione dei flussi senza tuttavia indicare alcuni parametri, ad esempio i tassi di attualizzazione;

iii. infine, ad un terzo livello, "analitico", si situano tutti i report in cui il modello impiegato viene illustrato all'investitore in modo discretamente chiaro e trasparente<sup>22</sup>. Riprendendo l'esempio dei multipli, a questo livello di approfondimento, l'analista riporta nel report anche le tavole sulla base delle quali egli effettua il confronto tra i *peers*. Nel caso del *DCF*, invece, l'analista fornisce tutti gli input necessari all'implementazione del modello.

A prescindere dal livello di analiticità dei vari metodi impiegati per l'analisi, molto spesso il grado di approfondimento del report non è tale da consentire di discernere qual è il metodo di valutazione principale per la stima del valore e quali invece risultano essere i metodi solo collaterali/secondari.

---

<sup>22</sup> In appendice si riportano alcuni *fac simile* di ciascuna delle categorie di report indicate.

Un ultimo aspetto che vale la pena sottolineare, sempre con riferimento ai metodi di valutazione, fa riferimento alla natura dei metodi impiegati dagli analisti finanziari. Lasciando al capitolo successivo l'analisi approfondita di questi aspetti, è utile anticipare a questo stadio di analisi che, mentre alcuni report riportano modelli di valutazione formalizzati dalla dottrina più accreditata, quali ad esempio il *Discounted Cash Flows* ovvero l'*EVA*, piuttosto che metodi basati sui multipli di mercato, altri report impiegano invece procedure, spesso euristiche, che sono specifiche di ciascun analista e talmente personali che risultano difficilmente comprensibili a qualsiasi lettore esterno.

## **CAPITOLO 2**

### **I report degli analisti finanziari: le informazioni raccolte**

#### **2.1 La raccolta e l'utilizzo delle informazioni da parte dell'analista finanziario**

Sulla base della struttura di processo valutativo proposta, la prima fase, quella denominata input, consiste nella raccolta di varie informazioni che possono essere distinte in:

- a) informazioni, passate o presenti, raccolte da documenti contabili, tipicamente i *financial report*;
- b) informazioni extra-contabili, fornite direttamente dalla società analizzata, attraverso *conference call* o altri tipi di comunicazioni;
- c) informazioni extra-contabili, reperite in altro modo, come ad esempio da ricerche di settore o relative al contesto macro-economico di riferimento.

L'importanza di questa fase all'interno del processo valutativo compiuto da un analista finanziario è avvalorata da alcune evidenze empiriche, secondo le quali gli analisti sono maggiormente incentivati ad analizzare e redigere valutazioni accurate di quelle aziende che forniscono informazioni in misura maggiore e di buona qualità. Lang e Lundholm [1996], infatti, trovano che la qualità della *disclosure* aziendale sia in grado di influenzare tanto la decisione di "copertura" degli analisti finanziari, quanto l'accuratezza delle loro previsioni<sup>23</sup>. Una politica di *disclosure* è giudicata dagli analisti finanziari di valore sulla base di alcuni fattori, quali ad esempio [Healy e Hutton [1999]: la qualità del *reporting* aziendale, la trasparenza delle sezioni di report annuali o trimestrali dedicate alle analisi e alle discussioni che intervengono con il management (*MD&A*, *Management Discussion & Analysis*), la divulgazione di informazioni aggiuntive rispetto all'informativa periodica obbligatoria e la disponibilità del management nei confronti degli analisti. Sembrerebbe addirittura che, quando le

---

<sup>23</sup> Sull'accuratezza delle previsioni e le sue determinanti si rinvia al capitolo 4.

imprese decidono di inserire nei propri report annuali informazioni circa il proprio segmento di attività, la copertura da parte degli analisti aumenti (Botosan e Harris [2000]). Esaminando inoltre alcuni studi che analizzano nello specifico la relazione tra qualità della *disclosure* e previsioni degli analisti finanziari, emerge che l'accuratezza delle previsioni effettuate dagli analisti finanziari dipende, quantomeno in parte, proprio dalle informazioni divulgate tramite le *conference call* (Bowen et al. [2002]) e dalla qualità della *disclosure* durante le *MD&A* (Barron et al. [1999]).

Spesso non è comunque del tutto agevole cogliere quali sono le informazioni effettivamente rilevanti ai fini della valutazione condotta. Da un'analisi della letteratura, quello che emerge con chiarezza è la diversa enfasi posta dagli analisti finanziari sulla rilevanza dell'informazione contabile ed extracontabile. In linea con quanto ci si aspettava, l'analisi delle informazioni impiegate nel processo valutativo porta ad una considerazione di carattere generale, ovvero che i *financial report* costituiscono una base informativa sicuramente utile, ma allo stesso tempo, incompleta per le previsioni che tali professionisti formulano.

Come sottolinea Schipper [1991], gli analisti finanziari si contraddistinguono sicuramente per essere tra i primi utilizzatori delle informazioni di natura finanziaria. Alcune ricerche hanno tentato di estrapolare, attraverso delle interviste o l'analisi del contenuto dei report, le informazioni che gli analisti impiegano nei report per trarre le proprie conclusioni e, più in generale, l'importanza che possono avere certe fonti informative. Hill e Knowlton [1984], ad esempio, hanno trovato che i *financial report* sono secondi in ordine di importanza dopo gli incontri diretti tra gli analisti ed il management. Altri studi, come ad esempio quello condotto dal *FERF (Financial Executives Research Foundation)* [SRI, 1987], evidenziano che, sebbene vi siano alcune fonti informative impiegate dagli analisti finanziari con più frequenza, come ad esempio, le relazioni societarie annuali o trimestrali, le relazioni di altri analisti o professionisti oppure del management della società, siano invece altre le fonti informative preferite, come ad esempio, gli annunci sugli utili annuali conseguiti, l'outlook del settore per cui la società opera, il posizionamento dell'impresa nel mercato, i rischi a cui la società è esposta e, in generale, le vicissitudini più recenti che hanno interessato l'azienda. Un risultato generale che emerge da questi studi è che gli

analisti vorrebbero dei *financial report* che fossero maggiormente dettagliati e che fornissero delle informazioni qualitative e quantitative più accurate.

Previts et al. [1994], ispirandosi agli studi precedentemente riportati, conducono una content analysis di 479 report redatti da *sell-side analyst*<sup>24</sup>. Come accennato inizialmente, dalla ricerca emerge che gli analisti forniscono nei propri *report* maggiori dettagli attraverso la propria interpretazione soggettiva dei dati micro e macro economici, raccolti ed analizzati. I principali risultati che emergono dalla ricerca sono: una certa attenzione prestata dagli analisti per la determinazione dei *core earnings*<sup>25</sup>, per la variabilità dei risultati, assunta come “base” per distinguere gli utili di “qualità”<sup>26</sup>, per *l’earnings momentum*<sup>27</sup>, per la stima dei *cash flow* della società, per l’individuazione dei rischi e degli affari che coinvolgono la società, ma anche per informazioni non finanziarie, quali, ad esempio, la quota di mercato, le condizioni economiche e di settore, l’analisi dei *competitor* o la qualità del management. Rogers et al.[1997] impiegano una metodologia analoga alla precedente e, esaminando un campione di 187 report, notano che solo la metà delle informazioni contenute nei report provengono dalle relazioni societarie annuali. Quest’evidenza è consistente con il fatto che gli analisti impiegano anche altre fonti informative, per così dire esterne alla società. Inoltre, la maggior parte delle informazioni reperite dalle relazioni annuali sono estrapolate dall’analista esaminando parti specifiche di tali documenti, ovvero, precisamente, le parti più “discorsive” ed il conto economico. Circa la metà dei dati finanziari ed operativi citati dagli analisti all’interno delle loro analisi non sono invece reperibili dai bilanci. Secondo i risultati di Breton e Taffler [2001], le informazioni non finanziarie sembrano essere importanti almeno tanto quelle finanziarie. Attraverso una *content analysis* di 105 report, gli autori trovano infatti che gli analisti finanziari sono particolarmente interessati a informazioni circa il management, le strategie o le caratteristiche dell’area commerciale dell’impresa. Che gli analisti conducano le proprie

---

<sup>24</sup> In linea con l’approccio che viene adottato nel presente lavoro e di cui si discuterà in seguito, secondo gli autori, il metodo della *content analysis* è quello maggiormente appropriato in questo contesto dal momento che i dati che vengono utilizzati sono per natura “testo”. La *content analysis* si riferisce tanto ad aspetti qualitativi che quantitativi del testo. Weber [1990, 49] descrive la content analysis come un metodo di ricerca che “uses a set of procedure to make valid inferences from text”.

<sup>25</sup> Ovvero gli *adjusted earnings*.

<sup>26</sup> Solitamente, la variabilità e la qualità degli utili sono due attributi inversamente correlati.

<sup>27</sup> Solitamente, l’earnings momentum è definito in termini di trend nella crescita degli utili. Quando un analista parla di “accelerazione nella crescita”, questo concetto differisce dal tasso di crescita degli utili indicato nel report. Egli fa riferimento, infatti, alla possibilità che la crescita degli utili di una società possa essere curvilinea (sia con inclinazione verso l’alto, sia verso il basso).

analisi sulla base di una varietà di fonti informative è confermato anche da Bouwman e al. [1995]. Gli autori riscontrano che la natura delle informazioni utilizzate varia al modificarsi dello stadio del processo decisionale. In una prima fase di “familiarizzazione” dell’analista con la società analizzata, il soggetto inizia a conoscere la condizione finanziaria della azienda soffermandosi in particolare su indici di performance aziendale o sulla storia passata della società, tanto che le informazioni di tipo “*accounting*” costituiscono in media il 58% delle informazioni totali utilizzate. Nelle fasi successive, invece, in particolare nella “*reasoning stage*”, gli analisti sono maggiormente interessati a informazioni diverse, più generali e di settore.

Nell’esaminare l’utilizzo delle informazioni contabili all’interno del processo valutativo, Day [1986] stima i pesi che vengono attribuiti dagli analisti finanziari alle varie informazioni. Sebbene gli analisti ammettano l’importanza dei *financial report*, il ruolo di tali documenti sembra essere confinato unicamente alla conferma di altri dati o alla fornitura di dati di *background*. I report annuali vengono infatti impiegati per analizzare la bontà delle previsioni precedentemente formulate, per determinare la performance passata, per reperire i dati finanziari correnti o per confermare informazioni comunque già possedute.

Sicuramente, anche l’orientamento seguito da ciascun analista può influire sull’importanza che il soggetto stesso attribuisce a certe fonti informative piuttosto che ad altre. E’ ovvio che un analista che impiega un approccio “storico” focalizzerà maggiormente la propria attenzione sui dati relativi alle performance passate, mentre un analista che adotta una visione prospettica sarà probabilmente meno interessato alle *accounting information* [Biggs, 1984]<sup>28</sup>. Chi poi tra gli analisti dichiara esplicitamente di adottare il criticato approccio storico rimane una questione da verificare.

---

<sup>28</sup> Che il meccanismo di processare le informazioni contabili, per ricavare il trend delle variabili d’interesse, sia poi un processo efficiente o un semplice espediente impiegato dagli analisti per fronteggiare i limiti di tempo e cognitivi di cui si accennava prima, è una questione cruciale ancora irrisolta.

## 2.2. Descrizione del *dataset*, criteri generali ed assunzioni compiute nel procedimento di classificazione dei metodi

### 2.2.1 Costruzione del *dataset*: un approccio originale

I dati utilizzati nel presente lavoro di ricerca sono stati ottenuti dalla lettura approfondita di ciascun report.

Un tipico report risulta solitamente composto almeno da:

- a) una *stock recommendation*;
- b) un *target price*;
- c) una tabella riassuntiva degli *earnings forecast*.

Poi, un report può essere maggiormente esaustivo ed includere altre informazioni addizionali “di supporto” alla procedura valutativa (ad esempio, i metodi di valutazione, un’analisi qualitativa, i tassi di attualizzazione o il *market risk premium* impiegati, altre considerazioni e/o giustificazioni). Anche i più sofisticati database ad oggi esistenti non forniscono tutte le informazioni che possono essere contenute in un report. Solitamente, questi (si pensi ad esempio a *I/B/E/S* o *Zacks Investment Research*) si limitano alla catalogazione delle raccomandazioni e delle previsioni sugli utili fornite. Il solo modo per poter reperire queste varie informazioni è leggere il testo del report nella sua interezza e codificarne il contenuto a mano. La *ratio* che ha spinto a non ricorrere a dati già disponibili in altri *database* dipende principalmente dal fatto che un lavoro di ricerca, quale è il presente, che intende compiere una sorta di “analisi del prodotto” degli analisti finanziari non può non proporsi tra gli obiettivi primari quello di entrare proprio nel merito del meccanismo di redazione di un *report*. Si è infatti creduto che questo fosse il modo più corretto per comprendere maggiormente il *background*, il sottostante su cui gli *output* finali di sintesi di un *report*, ossia principalmente le raccomandazioni e i *target*, si fondano.

Ad oggi, non si ha notizia di ricerche che abbiano analizzato con tale livello di dettaglio i report. Si conoscono infatti solo tre ricerche che, interessate all’indagine dei metodi di valutazione concretamente impiegati dagli analisti finanziari, li estrapolano dal contenuto stesso dei report redatti da tali soggetti (si veda Asquith et al. [2005],

Demirakos et al. [2004] e Bradshaw [2002])<sup>29</sup>. Nonostante, infatti, i report siano documenti piuttosto articolati e ricchi di informazioni, dall'analisi delle diverse ricerche, emerge che esse si fondano, nella quasi totalità dei casi, sui dati finali dei report (raccomandazioni o target) o sulle previsioni formulate dagli analisti relativamente ai diversi aggregati (ad esempio gli utili). Normalmente le informazioni sono reperite da database precostituiti, quali ad esempio *I/B/E/S* o *First Call* o anche, sebbene più raramente, dalla stesse analisi redatte dagli analisti finanziari (si veda lo studio di Belcredi et al. [2003] o Barocci et al. [2003]), ma quasi mai esse esplorano il terreno da cui questi risultati "di sintesi" derivano (si veda a tal proposito, ad esempio, Barker [1999], Block [1999] o Rogers et al. [1997])<sup>30</sup>. Per altro verso vi sono ricerche che esaminano i contenuti dei report ricorrendo al metodo dell'intervista (si veda ad esempio Barker [1999], e le ricerche precedenti che l'autore analizza, o Block [1999]).

Alcune delle informazioni raccolte sono più facili da reperire<sup>31</sup>, mentre l'identificazione e la classificazione di altre, come ad esempio i metodi di valutazione, sono maggiormente difficoltose<sup>32</sup>.

Per circoscrivere quanto più possibile il soggettivismo del processo di classificazione, si sono adottati a priori dei criteri di classificazione che fossero:

- a) semplici: ovvero la catalogazione è condotta sulla base di una logica chiara e condivisibile;
- b) dimostrabili: ovvero la classificazione deve poggiare su dati controllabili;
- c) neutrali: ossia il più oggettivi possibile;
- d) stabili: nel senso che i criteri adottati devono modificarsi solo se intervengono variazioni oggettive delle ipotesi a base di riferimento.

L'adozione rigorosa di tali criteri ha portato, in tutti i casi dove non ci sono una sicurezza ed una chiarezza sufficienti, a non classificare il dato piuttosto che catalogarlo in modo arbitrario.

---

<sup>29</sup> Per un'analisi del contenuto degli studi citati si rinvia ai prossimi capitoli.

<sup>30</sup> Si fa riferimento precisamente alle tecniche valutative impiegate. In questa sede, non si considera il gruppo di studi che impiega la *content analysis* per l'analisi delle tipologie e delle fonti informative di cui fanno uso gli analisti finanziari.

<sup>31</sup> Si pensi alla semplicità di raccolta di dati oggettivi quali ad esempio: i target price, le raccomandazioni d'investimento o il nome dell'emittente.

<sup>32</sup> Gli analisti, infatti, quasi mai danno un nome preciso al criterio impiegato o dicono esplicitamente a quale metodo essi attribuiscono l'importanza e l'affidabilità maggiore.

Concludendo, alla luce di quanto fino ad ora evidenziato, vale la pena sottolineare che l' approccio seguito si configura come una sorta di mediazione tra due orientamenti per molti aspetti divergenti:

a) quello classico della teoria della finanza: questo approccio, pur partendo da assunzioni spesso troppo “forti” e poco realistiche si ripropone comunque di codificare dei modelli generalizzabili attraverso cui poi prevedere, come fossero la risultante di una formula matematica, i comportamenti dei soggetti, ovvero gli andamenti di alcune variabili.

b) quello che contraddistingue, invece, le discipline manageriali: questo secondo approccio si prefigge un obiettivo opposto rispetto al precedente, ovvero, mira all'analisi approfondita di singole problematiche (si pensi ad esempio alle metodologie di ricerca che si fondano su *case studies*). Per tale motivo quest'ultimo orientamento si caratterizza per la conduzione di indagini spesso esplorative e descrittive che, in quanto tali, risultano tuttavia difficilmente generalizzabili.

### ***2.2.2 Caratteristiche dei dati raccolti***

In questa sezione, vengono precisate le caratteristiche essenziali del *dataset* di riferimento, descrivendo la natura e la tipologia dei dati classificati nel database.

Sulla base della procedura “esplorativa” delle analisi descritta nel precedente paragrafo, il *dataset* si compone di un ricco insieme di elementi informativi diversi, estrapolati, isolati, analizzati e catalogati in un *database* costituito ad hoc. Il database completo contiene un complesso insieme di informazioni eterogenee di tipo qualitativo e quantitativo, quali: il tipo di report considerato (*update* oppure nuovo studio) e la sua estensione, la data di emissione del documento, il nome della società emittente e dell'analista specifico (o il gruppo di analisti) che ha redatto lo studio, la raccomandazione d'investimento, il target price, il *risk premium*, i tassi di attualizzazione, l'orizzonte temporale delle previsioni e i metodi di valutazione impiegati nell'analisi, laddove reperibili. Quest'insieme di variabili possono essere classificate e schematizzate come nella Tabella 2. 1 che segue.

**Tabella 2. 1: La classificazione delle informazioni raccolte**

<b>Caratteristiche generali report</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tipo di report : <i>update</i>, nuovo studio</li> <li>• Data di emissione del report</li> <li>• Estensione del report</li> <li>• Nome dell'analista e della società emittente</li> </ul>
<b>Metodi di valutazione</b> <sup>33</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Metodo patrimoniale</li> <li>• Metodo finanziario: <i>discounted cash flow, dividend discounted model</i></li> <li>• Metodo reddituale: <i>discounted shareholder profit, warranty equity valuation, discounted earnings, ROE required</i></li> <li>• Metodo misto: <i>EVA</i>, metodo patrimoniale-reddituale</li> <li>• Multipli di mercato: tradizionali (<i>P/E, P/BV...</i>), <i>PEG, PBVG, EV, AV</i></li> </ul>
<b>Parametri</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• premi per il rischio di mercato</li> <li>• tassi di attualizzazione</li> <li>• orizzonte temporale delle previsioni</li> </ul>
<b>Output finali di sintesi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• raccomandazioni d'investimento</li> <li>• <i>target prices</i></li> </ul>

La selezione dei *report* è stata effettuata sulla base della definizione di uno specifico campo di osservazione. Precisamente, si è scelto di raccogliere tutti i report redatti in riferimento a società quotate facenti parte dell'indice azionario *MIB30*<sup>34</sup>, durante un orizzonte temporale che spazia tra il 2000 ed il 2003 e resi pubblici nel sito della Borsa Italiana s.p.a. ([www.borsaitalia.it](http://www.borsaitalia.it)).

Ad oggi sono stati raccolti e classificati complessivamente 4603 report, redatti da 50 investment bank o società di brokeraggio in riferimento a 4 settori differenti (bancario, assicurativo, industriale, utilities). Relativamente alla tipologia dei report, il dataset si presenta piuttosto eterogeneo, dal momento che sono stati raccolti tutti i report disponibili nel sito della borsa italiana nel periodo selezionato, senza l'impiego di ulteriori criteri selettivi d'inclusione.

La scelta di diversi settori consentirà di sviluppare, quantomeno in alcune circostanze, alcuni confronti dei risultati ottenuti, potendo eventualmente sottolineare le analogie e/o le differenze registrate nei differenti contesti.

<sup>33</sup> Per la definizione teorica dei diversi metodi e per un'analisi dei criteri e della procedura empirica di classificazione dei metodi si rinvia al capitolo 3.

<sup>34</sup> Il *MIB30* era il paniere che raccoglieva i primi 30 titoli per capitalizzazione di borsa.

## 2.3 L'analisi dei report

### 2.3.1 Gli analisti, il timing e le società analizzate

Alla luce di quanto è stato esposto, in questa parte di lavoro si illustrano a livello generale le principali caratteristiche dei report analizzati. Sfruttando l'ampio database già descritto, l'obiettivo è quello di fornire al lettore degli strumenti descrittivi utili per cogliere alcuni dei tratti distintivi dell'offerta dei report e di alcuni aspetti del loro contenuto.

Sebbene, infatti, il processo valutativo segua sempre la struttura “*input-modello-output*” prima proposta, in realtà ogni report implementa ciascuna fase a suo modo, distinguendosi con un proprio livello di approfondimento.

La Tabella A.1, riporta le frequenze, assolute e relative, dei report suddivise sulla base del soggetto che ha condotto l'analisi, mentre le Tabelle A.2 e A.3 segmentano ulteriormente l'analisi sulla base dell'anno di redazione del report e del settore analizzato.

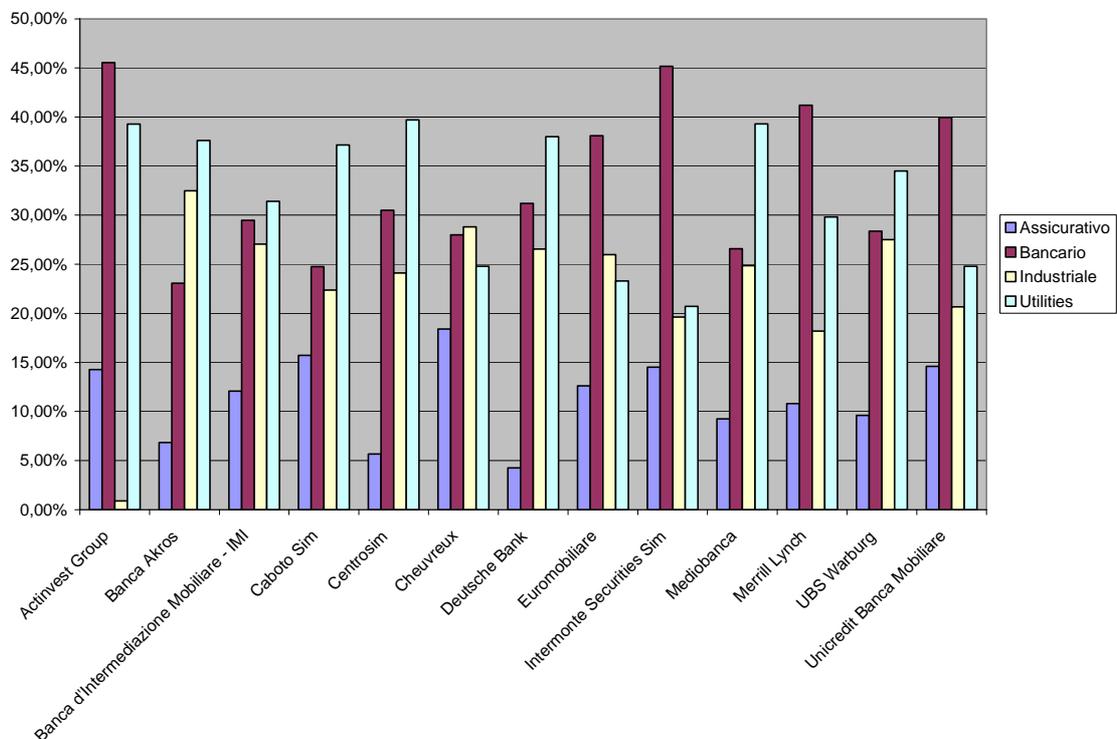
Da una lettura dei dati, le principali evidenze empiriche possono essere così sintetizzate:

- a) Ad una visione d'assieme, le 5 imprese più “produttive” a livello di redazione di report sono quelle evidenziate, ovvero: Deutsche Bank, Euromobiliare, Intermonte Securities Sim, Unicredit Banca Mobiliare e Merrill Lynch. Il totale dei report redatti da queste società, rappresenta quasi il 43% del numero totale di report catalogati.
- b) La composizione del gruppo delle “prime cinque” non è rimasta immutata nel tempo. Solo Euromobiliare rimane in tutti e quattro gli anni considerati tra le società più attive. Merrill Lynch entra infatti nel gruppo nel 2001, nel 2000 era superata da altre società come Cheuvreux, Julius Baer o Rasfin. Deutsche Bank, nel 2002, sembra sia meno attiva rispetto ad altre, mentre UBM esce dal gruppo nel 2001, per rientrare l'anno successivo. Intermonte nel 2002 e 2003 diminuisce la propria produzione di report e viene superata da Mediobanca o UBS Warburg.
- c) Ad un'analisi per settore, si riscontrano sempre gli stessi nomi delle società di brokeraggio prima individuate. In sostanza, queste società di brokeraggio

primeggiano rispetto alle altre in termini di produzione di report a prescindere dal settore considerato.

- d) Considerando ancora i diversi settori, ma adottando un punto di vista, per così dire, “trasversale”, ovvero cercando di individuare un eventuale grado di specializzazione di ciascuna delle società d’analisi, e restringendo il campo di osservazione alle sole società d’analisi per le quali si possiede un numero di report maggiore o uguale a 100, emerge quanto evidenziato dal grafico riportato di seguito (Grafico 2. 1)<sup>35</sup>.

**Grafico 2. 1: I livelli di specializzazione dei broker**

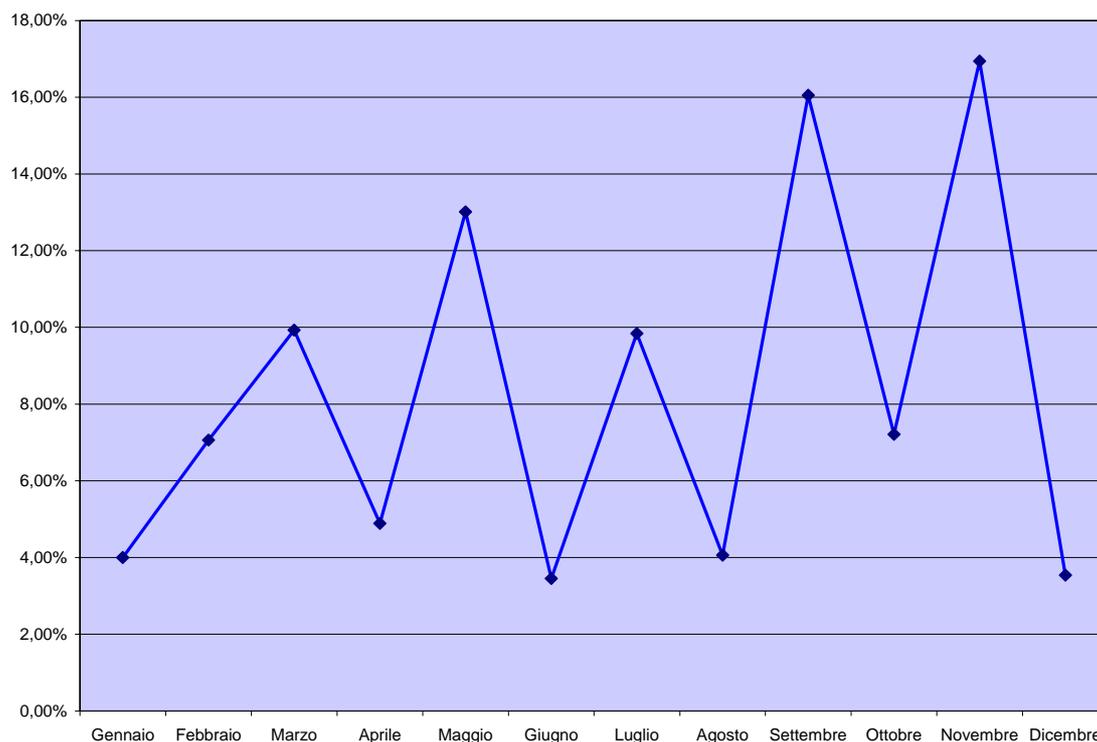


Mentre alcune società, come Intermonte, Merrill Lynch, UBM o Euromobiliare, prediligono l’analisi del settore bancario, altre, quali Mediobanca, Deutsche Bank o Centrosim sembrano essere maggiormente specializzate nel settore delle *utilities*.

<sup>35</sup> In appendice, nella Tabella A.4, si riportano le frequenze.

Esaminando inoltre il *timing* degli studi, la Tabella A.5 riportata in appendice sintetizza la distribuzione di frequenza dei report su base annuale e trimestrale. Aggregando i report per mese di redazione, la distribuzione assume l'andamento mostrato nel Grafico 2. 2.

**Grafico 2. 2:** La distribuzione mensile dei report



Come si può notare, l'intensità della ricerca presenta un andamento crescente durante l'anno, con dei picchi in corrispondenza di precisi momenti temporali. Possono essere individuati quattro "punti di accumulo" nella pubblicazione dei report, ovvero:

- marzo: che può essere associato all'approvazione da parte delle società dei bilanci e dei budget per gli anni fiscali successivi;
- maggio: in corrispondenza alla distribuzione dei dividendi;
- settembre: dopo che durante l'estate sono stati redatti e presentati i piani strategici da parte delle società;
- novembre: gli analisti effettuano le proprie previsioni anticipando la chiusura dell'esercizio.

In effetti, questi momenti dell'anno corrispondono proprio ai maggiori eventi societari, quali: l'incontro con gli azionisti, le decisioni relative alle politiche di distribuzione degli utili o, ancora, l'approvazione del bilancio e del budget per gli anni fiscali successivi. Questo trend è inoltre coerente anche con l'ipotesi che gli analisti aggiornino i propri report (*update*) nel momento vengono divulgate nuove informazioni<sup>36</sup>.

Con riferimento invece alle singole società valutate, le Tabelle A.6 e A.7 in appendice riassumono rispettivamente, i dati relativi alla distribuzione dei report tra i 4 settori considerati e tra le singole società di ciascun settore. In particolare, si riscontra che:

- a) Analogamente a quanto individuato prima, l'industria maggiormente rappresentata per numero di report redatti è quella bancaria, immediatamente seguita da quella delle *utilities*<sup>37</sup>.
- b) Le società che occupano i primi posti in termini di "*analyst coverage*" appartengono per la maggior parte, fatta eccezione per Eni, al settore delle *utilities* e in ordine sono: Tim, Enel, Telecom, Eni, Mediaset e via dicendo. Sebbene queste imprese siano quelle maggiormente rappresentative in termini di numerosità dei report prodotti, tuttavia, il peso relativo di ciascuna rispetto al totale dei report analizzati è comunque piuttosto modesto. Si va dal 6.67% di Tim allo 5.2% di Mediaset. Osservando l'intero campione, la percentuale minore è associata a Banca Antonveneta (0.9% sul totale dei report redatti), ma va precisato che di tale società si dispone dei report redatti solo a partire dall'Aprile 2002. Queste osservazioni permettono di escludere che i vari risultati di cui si discuterà anche in seguito siano distorti a causa dell'eccessivo peso che qualche società ha all'interno del dataset impiegato nell'analisi.

---

<sup>36</sup> E' stata anche condotta un'ulteriore analisi dell'andamento delle frequenze dei report *update*/nuovo studio, senza che, tuttavia, emergesse alcun risultato degno di nota e per tale motivo non viene riportato. Tuttavia, questo tipo di risultato è con ogni probabilità distorto e non rappresentativo dal momento che, nel procedimento di classificazione dei report, si è voluto catalogare come *update* solamente i report che dichiaravano esplicitamente questa intenzione. Per tale motivo, il numero degli *update* del *dataset* considerato potrebbe essere sensibilmente distorto verso il basso.

<sup>37</sup> Gli stessi settori erano infatti quelli maggiormente rappresentati anche raggruppando i report per società d'analisi.

### ***2.3.2. Il livello di approfondimento dei report***

Come illustrato precedentemente (v. supra capitolo 1), una delle possibili chiavi di analisi dei report riguarda il loro grado di approfondimento. I criteri di analisi di cui ci si dota in questa sede per esaminare il livello di approfondimento dei report fanno riferimento a tre specifiche variabili, ovvero:

1. le stime fornite,
2. i metodi di valutazione impiegati,
3. i target price indicati.

Per quanto riguarda le stime che vengono riprodotte nei report, è possibile distinguere tra:

- a) stime “entro l’anno”, di cui normalmente dispongono tutti i report;
- b) stime oltre l’anno

che a loro volta possono essere suddivise in:

- b1) stime “analitiche”, ovvero previsioni precise di aggregati;
- b2) stime “sintetiche” che si hanno invece quando l’analista si limita alla previsione, ad esempio a medio-lungo termine, di tassi di crescita.

Sulla base di questa chiave di lettura, dunque, per quanto concerne le stime analitiche, dall’analisi dei dati a disposizione emerge che nel 5% circa dei casi, gli analisti non indicano alcun tipo di previsione o, quando indicata, non è rinvenibile l’orizzonte temporale di riferimento. Questo dato crea qualche perplessità con riferimento all’approfondimento, al livello di trasparenza e soprattutto al valore che possono avere questi report, anche alla luce del fatto che in ulteriori 43 casi (un ulteriore 1%) non viene utilizzata alcun tipo di previsione futura. In questi ultimi casi, infatti, l’analista non effettua alcuna stima, bensì si limita a riproporre e basare la propria analisi sulle stime, ora divenute certe, effettuate in passato e riferentesi a momenti precedenti alla redazione del report. Questo significa che in tutti questi casi, l’analista conduce la propria analisi senza fornire alcun dato che argomenti e sostenga il giudizio sul valore prodotto.

Tralasciando questi casi, come si vedrà in modo approfondito nel prossimo capitolo (v. infra paragrafo 3.12), in media, l’analista impiega nelle stime analitiche orizzonti

temporali di circa due anni e mezzo. In particolare, solo in 264 report (6% dei casi rimasti) l'analista effettua previsioni sugli utili che si mantengono entro l'anno, nei restanti report, le stime sono relative ad orizzonti più estesi. In alcuni sporadici casi "limite", l'analista si spinge in modo azzardato e del tutto infondato troppo oltre, fino ad arrivare ad oltre 40 anni.

In riferimento alle stime prima definite come "sintetiche", esse possono essere sia quantitative, quando l'analista indica l'anno preciso in cui la previsione termina, sia qualitative, se invece l'analista si limita a distinguere tra breve, medio o lungo termine. Non sono molti i report che riportano questo dato, precisamente 313 casi, in cui gli analisti sono generalmente orientati ad un generico lungo termine (l'80% delle stime sintetiche).

Con riferimento ai metodi di valutazione, il fatto che maggiormente sorprende è che troppo spesso gli analisti non lasciano trasparire dai loro report il tipo di modello valutativo impiegato. Come si avrà modo di osservare anche nel capitolo successivo, esiste una casistica numerosa di report in cui il metodo valutativo non viene esplicitato. In altri casi, invece, sebbene i metodi che l'analista utilizza siano codificabili, il livello di approfondimento del report non permette di risalire al metodo su cui l'analista basa la propria analisi e le proprie conclusioni. Dei 4603 report raccolti, in ben 1573 non è possibile risalire al metodo o ai metodi impiegati e in ulteriori 1679 report non è individuabile con sufficiente certezza il metodo principale su cui si basa la valutazione. Incrociando i risultati, si individua un gruppo di 237 report, che rappresentano il 5% del *dataset*, redatti e diffusi tra il pubblico degli investitori, senza che venga dato a tali soggetti alcuno strumento per comprendere la fondatezza e dell'analisi e, di conseguenza, la validità della raccomandazione d'investimento fornita<sup>38</sup>. Questo risultato è coerente con un forte "effetto *reputation*", per cui si tende a dare maggiore importanza a "chi" dice una cosa piuttosto che al "come" viene detta. A sostegno ulteriore di quest'ipotesi, c'è il fatto che la maggior parte dei report, di cui si sta ora discutendo, sono redatti anche dalle più grosse e importanti società d'analisi prima individuate, come ad esempio Merrill Lynch.

Tra i report in cui l'analista esplicita il metodo di valutazione impiegato, come già si è avuto modo di accennare, esistono vari livelli di "comprensibilità" del metodo.

---

<sup>38</sup> Per maggiori aspetti sul legame tra metodologie valutative e output del report si rinvia al capitolo 4.

Riprendendo i tre livelli di dettaglio individuati nel primo capitolo (analitico, sintetico e base) e analizzando i vari metodi di valutazione impiegando questa chiave di lettura, emerge un risultato in antitesi a quello precedente. A fronte di report non trasparenti per gli investitori, esiste, infatti, un gruppo di report in cui i metodi di valutazione vengono impiegati e esplicitati con un grado di analiticità che consente all'investitore non solo di risalire allo specifico metodo, ma anche di comprendere la modalità di applicazione e i parametri utilizzati. Considerando infatti i metodi complessivamente impiegati in tutti i report<sup>39</sup>, in più della metà dei casi (53.36%) è impiegato un livello di analisi definibile come "analitico", mentre nel 28.78% il livello è sintetico e nel 17.85% si riscontra un livello "base".

Per quanto riguarda le raccomandazioni d'investimento, infine, è interessante notare come in parecchi casi (circa il 30% del *dataset* di riferimento), l'analista, anche quando indica una raccomandazione di investimento, sulla base della quale l'investitore dovrebbe essere spinto a comprare o vendere un titolo, non precisa il prezzo obiettivo del titolo. Il fatto è piuttosto singolare. Anche intuitivamente, infatti, i target price sono i dati maggiormente espliciti, informativi e fruibili per il gruppo di investitori in quanto espressione compiuta del valore intrinseco dell'impresa, che già incorpora i fattori macroeconomici<sup>40</sup>. Bradshaw [2002] trova che gli analisti utilizzano i target price come giustificazioni delle *stock recommendations* in oltre due terzi del campione analizzato. L'evidenza empirica trovata dall'autore indica inoltre che i target price più alti sono solitamente associati a raccomandazioni favorevoli. Secondo l'autore, l'analista non indicherebbe invece il target price in quei casi in cui la loro diffusione non sarebbe di supporto alla raccomandazione o quando l'analista non è certo circa le previsioni sugli utili effettuate<sup>41</sup>. Sulla base dei dati impiegati dalla presente analisi, tuttavia, non emerge alcun risultato a sostegno di quest'ipotesi. I report in cui i target sono mancanti, infatti, riportano nella maggior parte dei casi raccomandazioni positive.

---

<sup>39</sup> Si ricorda che in ciascun report può venire impiegato un numero di metodi superiore a uno.

<sup>40</sup> Asquith e al. [2005] definiscono il target price come "*a really a combination of several forecasts. First, an analyst must evaluate the firm's specific cash flows and risk level. Second, an evaluation of the industry's prospects must be completed. Finally, an assessment of the macroeconomic factors that affect the overall market must be undertaken.*", [Asquith e al., 2005, 276].

<sup>41</sup> Si tratterebbe di casi noti come *self-selection bias*.

## ***CAPITOLO 3***

### **I report degli analisti finanziari: i metodi di valutazione**

#### **3.1. Premessa**

In questa parte di lavoro si conduce una rassegna dei numerosi metodi valutativi tracciando dapprima una cornice teorica di riferimento di ciascuno di essi, specificandone anche gli accorgimenti tecnici più importanti, per poi ricondurre a ciascuna macro-categoria teorica alcune sue “specificazioni” valutative riscontrate nella prassi degli analisti finanziari.

Impiegando un analogo schema espositivo si analizzeranno anche gli input principali di cui si servono i vari metodi di valutazione.

Va ribadito che l’obiettivo esula dal fornire una trattazione completa ed approfondita della tematica relativa alle tecniche di valutazione d’azienda e delle problematiche ad essa attinenti<sup>42</sup>. Lo scopo è invece quello di esaminare le componenti su cui un report viene costruito.

Come già detto (v. supra capitolo 1), il contenuto di ciascun report può essere schematizzato e codificato come segue:

a) uno o più metodi di valutazione (es. *market multiples*, *discounted cash flow* e via dicendo):

b) un contenuto di varia natura (previsioni e stime degli input dei modelli di valutazione: tassi di attualizzazione, premi per il rischio di mercato e via dicendo);

c) gli output finali (tipicamente, raccomandazioni e *target price*).

Pertanto, la parte teorica di riferimento costituisce unicamente un’utile griglia di lettura per l’analisi delle scelte compiute dagli analisti finanziari nell’elaborazione dei report in merito:

- ai metodi di valutazione impiegati;
- agli input dei modelli stessi;

---

<sup>42</sup> Su questi temi esiste un’estesa letteratura di riferimento a cui pertanto si rinvia (si veda ad esempio Guatri e Bini [2005] o Damodaran [2002 A]).

rinviano invece l'analisi degli output al capitolo successivo (v. capitolo 4).

### 3.2 I metodi di valutazione: un quadro teorico di riferimento

Tradizionalmente la dottrina più accreditata è solita suddividere i diversi metodi valutativi in un numero piuttosto limitato di rigide categorie<sup>43</sup>:

- a) metodi tradizionali: metodo patrimoniale, metodo reddituale, metodo finanziario, metodo misto;
- b) metodi innovativi, tra cui, ad esempio, l'*Economic Value Added (EVA)*;
- c) metodi empirici, come ad esempio i multipli di mercato.

Questa classificazione teorica si rivela poco aderente alla realtà. Gli analisti finanziari impiegano infatti un numero più elevato di metodologie valutative, spesso frutto di elaborazioni personali, che si riconducono a fatica ai classici modelli teorici.

Questa constatazione porta a pensare che ciascun metodo valutativo individuato in sede teorica possa essere inteso come una "classe" a cui poter ricondurre diversi metodi legati tra loro dal medesimo comune denominatore. Rielaborando la tassonomia proposta negli anni dalla dottrina alla *ratio* a cui si ispirano le varie tecniche valutative e mettendo a frutto quanto si è appreso dalla lettura dei report degli analisti finanziari, si ottiene la seguente distinzione:

- 1) l'approccio patrimoniale (*Assets value evaluation* o metodo patrimoniale);
- 2) l'approccio dei flussi di risultato (metodi finanziari e reddituale);
- 3) l'approccio misto (metodo patrimoniale-reddituale o l'*EVA, Economic Value Added*);
- 4) l'approccio relativo (metodo dei multipli di mercato).

Questo tipo di classificazione, riprendendo un'osservazione di Damodaran, da un lato consente di inquadrare anche la più "originale" tecnica valutativa impiegata dagli analisti finanziari, e dall'altro, permette di capire perché metodi differenti conducono a differenti risultati, permettendo di individuare i casi in cui vi sono degli errori logici di fondo [Damodaran, 2002 B, 16].

---

<sup>43</sup> Si fa riferimento alla classificazione fornita da Balducci [2002].

### 3.3 L'approccio patrimoniale

Sebbene l'analisi patrimoniale, ovvero l'analisi correttiva ed estimativa delle attività e passività, sia una fase non trascurabile dell'analisi fondamentale, il metodo patrimoniale, forse il metodo più antico, non viene più annoverato tra i metodi valutativi in quanto non permette di considerare i flussi attesi e i rischi [Guatri e Bini, 2005, 114]. Il pregio di questo metodo è il fatto che viene enormemente limitata la discrezionalità del valutatore a cui non si richiedono né sue ipotesi particolari, assunte a base della valutazione, né la previsione di grandezze, eliminando l'aleatorietà di quest'aspetto. Il metodo si fonda sull'idea che il valore dell'impresa sia dato unicamente dal suo patrimonio, ma non quello che scaturisce dal bilancio, a tale grandezza infatti devono essere apportate delle rettifiche che consentono di allineare le singole componenti di patrimonio, attive e passive, ai loro valori correnti.

Per quanto concerne la metodologia che in concreto viene attuata per l'applicazione di detto metodo, si suole distinguere tra metodo patrimoniale semplice, se i beni immateriali (*know-how*, marchi, brevetti e via dicendo) non vengono considerati, e metodo patrimoniale complesso, se al contrario si tiene conto anche di tali beni, detti anche *intangibles*.

Nel primo caso, il valore dell'azienda *equity side* scaturisce semplicemente dalla somma algebrica del capitale netto risultante dal bilancio e delle rettifiche da apportare alle poste attive e passive per allinearle a valori correnti. In formule:

$$W_{ps} = K$$

dove  $W_{ps}$  è il valore dell'azienda secondo il metodo patrimoniale semplice e  $K$  è il cosiddetto "patrimonio netto rettificato".

Nel caso invece del metodo complesso, a  $K$  come sopra definito, si aggiungono anche i beni immateriali,  $BI$ . In formule:

$$W_{pc} = K'$$

dove  $W_{pc}$  esprime il valore del capitale economico secondo il metodo complesso e  $K' = K + BI^{44}$ .

Brevemente, le fasi con cui si giunge alla determinazione del valore sono:

---

<sup>44</sup> Per la valutazione dei beni intangibili si rinvia per la parte teorica a Guatri e Bini [2005].

- a) il recupero di tutti i dati contabili espressi nei bilanci certificati (laddove la certificazione non fosse obbligatoria occorrerà procedere a revisione del bilancio) individuando separatamente elementi attivi e passivi;
- b) la rettifica dei dati contabili per allinearli a valori correnti. A tal fine, generalmente le attività vengono valorizzate al valore di presumibile realizzo, o al costo di sostituzione o di ricostruzione se si tratta di immobilizzazioni tecniche, mentre le passività al valore di presunta estinzione<sup>45</sup>;
- c) la somma di quanto ottenuto al punto b) (si terrà conto anche dell'utile di esercizio per la parte che non è stata distribuita).

Si determina così il valore  $W$  dell'impresa qualora si sia utilizzato il metodo semplice, mentre se si è utilizzato quello complesso occorrerà procedere anche alla valorizzazione dei beni immateriali per la valorizzazione dei quali è più difficile trovare principi comunemente accettati e applicabili. In generale si ricorre o a metodi di valutazione empirici che si basano sull'osservazione dei prezzi di mercato di beni simili o a metodi analitici quali la capitalizzazione dei costi, l'attualizzazione dei costi di riproduzione, dei redditi differenziali o delle perdite.

Ad oggi sono molto pochi i casi in cui tali metodi trovano un'applicazione compiuta. Oltre alle società immobiliari, ovvero società che gestiscono immobili di proprietà, i metodi patrimoniali possono essere applicati alle holding pure, ovvero società prive di un'attività produttiva diretta. Guatri sostiene inoltre che il criterio valutativo per “somma delle parti” (*SOP*), tipicamente applicato nella valutazione di società *multibusiness*, costituisca anch'esso un caso di applicazione del modello patrimoniale [Guatri e Bini, 2005, 136]<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup> Damodaran non include questo modello nella tassonomia degli approcci valutativi che propone, in quanto ritiene che la logica a cui il metodo patrimoniale si ispira sia in realtà in qualche modo riconducibile ad altri approcci affrontati nel testo (quali quello dei flussi di cassa attualizzati, di *option pricing* o dei multipli di mercato). Secondo l'autore, infatti, per riportare il valore delle attività e passività a valori correnti occorre utilizzare questi ultimi metodi [Damodaran, 2002 B, 30].

<sup>46</sup> La *SOP* è qui considerato un approccio “composito” che prevede la scomposizione dell'azienda in singole *business unit* e l'applicazione di un metodo valutativo a ciascun ramo d'azienda isolato. Anche Guatri e Bini in realtà aggiungono che nel caso della *SOP*, “i veri processi valutativi si collocano “a monte” della *SOP* (e quindi il modello patrimoniale contiene ben poche – e spesso nessuna – aggiunta sostanziale)”, [Guatri e Bini, 2005, 136].

### 3.4. L'approccio dei flussi di risultato attualizzati

#### 3.4.1 I metodi finanziari

La prospettiva di valutazione finanziaria è costruita sui principi della finanza moderna. In base a questo approccio, infatti, il valore di una qualsiasi attività ( $V$ ) dipende dai flussi di cassa che produce ( $Ft$ ), dalla distribuzione temporale di tali flussi e dal grado di rischio che è associato al loro manifestarsi. Tale concetto può essere riepilogato dalla seguente relazione:

$$V = \sum_{t=1}^n F_t (1+r)^{-t}$$

Dove  $Ft$  rappresenta il flusso di cassa al tempo  $t$ ,  $r$  è il tasso di attualizzazione,  $n$  indica l'orizzonte temporale di riferimento.

Qualora  $n$  sia assunto infinito ed  $Ft$  sia ipotizzato costante e uguale a  $F$ , la formula si riduce all'espressione di una rendita perpetua, ovvero:

$$V = \frac{F}{r}$$

Nel caso in cui invece si assuma che il flusso  $Ft$  cresca ad un tasso costante,  $g$ , l'espressione si modifica come:

$$V = \frac{F_t}{(r-g)}$$

che rappresenta la formula di una rendita perpetua a rendimenti crescenti.

A questa famiglia possono essere ricondotti alcuni modelli, prima definiti come tecniche<sup>47</sup>, tutti accomunati dalla medesima logica di attualizzazione finanziaria dei flussi di cassa attesi, ma ciascuno avente proprie peculiarità. I più conosciuti ed impiegati sono: il *discounted free cash flow*, il *dividend discounted model* e l'*adjusted present value*<sup>48</sup>. I tre approcci impiegano configurazioni diverse di cash flows e di tassi

---

<sup>47</sup> Ad esempio Fernandez [2002] discute di 10 modelli.

<sup>48</sup> Introdotta da Myers [1974] e ripresa successivamente da Luehrman [1997]. Si tratta di un modello in cui si parte dalla stima del valore di un'impresa come se quest'ultima fosse finanziata esclusivamente da capitale di rischio e si aggiunge successivamente il valore attuale dello scudo fiscale che deriva invece

di attualizzazione, ma, ispirandosi tutti ad una medesima logica ed adottando le stesse assunzioni, dovrebbero anche convergere ad uno stesso risultato dal momento che l'analisi fondamentale<sup>49</sup> dovrebbe prescindere dallo specifico procedimento adottato.

Uno dei primi modelli impiegati in tema di valutazione e basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa nel valutare un investimento azionario in una società quotata è stato il *Dividend Discounted Model*, *DDM*. I flussi di cassa che vengono presi in considerazione, gli  $F_t$  delle precedenti formule, sono in questo caso i dividendi che verranno distribuiti nel futuro agli azionisti in ragione degli utili conseguiti. Il valore dell'azione è quindi assunto pari al valore attuale dei dividendi attesi. In formule:

$$\text{Valore del capitale netto (modello DDM)} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(\text{dividendi}_t)}{(1 + K_e)^t}$$

dove  $K_e$  esprime il costo del capitale netto.

Se si ipotizza che i dividendi cresceranno ad un tasso costante per sempre, è possibile utilizzare la formula di una rendita perpetua a rendimenti crescenti. Il valore del capitale netto sarà quindi espresso come:

$$\text{Valore capitale netto (modello DDM crescita stabile)} = \frac{E(\text{dividendi prossimo periodo})}{(K_e - g)}$$

dove  $g$  esprime il tasso di crescita, assunto costante. Questo modello è noto come “modello di crescita di Gordon” e permette di valutare imprese solamente nel caso in cui distribuiscano dividendi, con crescita assunta costante. Si tratta di un metodo sicuramente sintetico che presenta alcuni limiti piuttosto consistenti derivanti dall'ipotesi su  $g$ . Innanzitutto, occorre che  $g$  sia assunto inferiore al tasso di attualizzazione. Altre considerazioni riguardano le condizioni di applicabilità del modello. Affinché il modello non conduca a risultati assurdi, è necessario che esso venga applicato a imprese la cui crescita ( $g$ ) si trovi in linea con i tassi di crescita nominali dell'economia e che hanno stabilito a priori le politiche di *payout* anche per il futuro. Si pensi ad esempio all'assurdità di una situazione in cui il tasso di crescita

---

dalla presenza di debito. Alcuni ritengono che questo modello sia più flessibile rispetto ai tradizionali *DCF*.

<sup>49</sup> Per una specificazione di cosa s'intende per analisi fondamentale si rinvia al paragrafo 3.8 (ipotesi assunte alla base del lavoro empirico).

perpetuo dei dividendi viene fissato al 10%, quando invece la crescita degli utili è costantemente inferiore.

Al variare delle assunzioni effettuate su  $g$  e sul *payout ratio*, si possono ottenere altre “versioni” del modello originario di partenza. Esempi sono il *Dividend Discounted Model* a due stadi o *Dividend Discounted Model* a tre stadi. Il primo dei due assume due livelli differenti di crescita. Uno iniziale, per così dire, “straordinario”, solitamente elevato, seguito da un altro tasso costante, più basso, per il futuro. In formule:

$$W_{DDM2S} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(dps)_t}{(1 + K_e, hg)^t} + \frac{P_n}{(1 + K_e, hg)^n} \quad \text{dove } P_n = \frac{E(dps_{n+1})}{(K_e, st - g_n)}$$

con  $E(dps)_t$  che sono i dividendi attesi all'anno  $t$ , mentre  $E(dps_{n+1})$  rappresentano quelli attesi a partire dall'anno successivo ad  $n$ .  $K_e$  è il costo del capitale (*st.* periodo di crescita stabile, *hg*: periodo di crescita straordinaria),  $g_n$  è il tasso di crescita dopo l' $n$ -esimo anno,  $P_n$  è il prezzo di rimborso all' $n$ -esimo anno, chiamato anche terminal value<sup>50</sup>.

Sebbene questo modello consenta di rappresentare delle situazioni maggiormente realistiche rispetto al precedente, anche in esso possono essere individuati alcuni difetti. Innanzitutto, valgono in riferimento a  $g_n$  le stesse considerazioni rivolte al *Gordon model*. Ma in questo caso si aggiungono ulteriori considerazioni, da un lato, relative a come quantificare temporalmente la lunghezza del periodo di “crescita eccezionale” e di quello “normale”, dall'altro lato, su come accettare l'ipotesi poco plausibile che un tasso eccezionalmente elevato improvvisamente si riduca e rimanga stabile nel tempo. Un modo di ovviare a questo secondo problema è impiegare il cosiddetto *H model*. Si tratta di un modello a due stadi che tuttavia assume il tasso relativo al periodo iniziale decrescente per un periodo di 2 anni, mentre *dividend payout* e costo del capitale rimangono invariati.

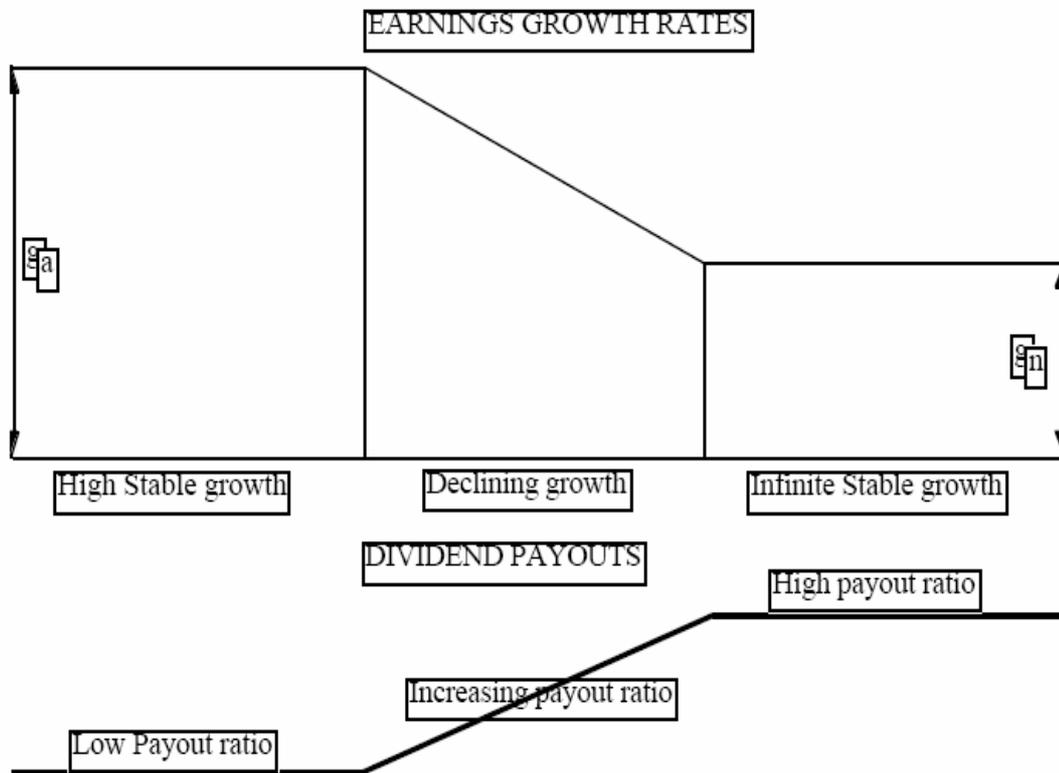
Il *Dividend Discounted Model* a tre stadi, invece, combina le caratteristiche del modello a due stadi e del *H model*, prevedendo 3 periodi, uno a crescita “straordinaria”,

---

<sup>50</sup> Dal momento che la logica che sottende questo metodo è rivolta al medio-lungo termine, occorre tenere conto anche di un “valore finale” che sintetizza tutti i flussi che l'impresa produrrà durante il suo periodo di vita oltre il termine della previsione analitica. Tale valore “sintetico” potrà essere determinato in vario modo secondo più approcci: il modello della crescita costante del flusso di cassa; il modello del reddito atteso in perpetuo; il modello dei “multipli in uscita”. Si rinvia a Guatri e Bini [2005] per una trattazione compiuta della tematica.

ma costante, uno a tasso di crescita “decescente” e infine, un periodo a crescita perpetua stabile. L’andamento del *pay out* è esattamente opposto. (Figura 3. 1)

**Figura 3. 1: La crescita attesa del DDM a tre stadi**



Fonte: “Investment evaluation”, Damodaran [2002]

In formule:

$$W_{DDM3S} = \underbrace{\sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{EPS_0 (1 + g_a)^t \prod a_t}{(1 + K_{e, hg})^t}}_{\text{High growth phase}} + \underbrace{\sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{DPS_t}{(1 + K_{e, t})^t}}_{\text{Transition}} + \underbrace{\frac{EPS_{n_2} (1 + g_n) \prod a_n}{(K_{e, st} - g_n)(1 + r)^n}}_{\text{Stable growth phase}}$$

Dove  $EPS_t$  sono gli *earnings per shares* all’anno  $t$ ,  $g_a$  è il tasso di crescita nella fase ad alta crescita (fino ad  $n_1$ ),  $\prod a_t$  è il corrispondente *payout ratio* e  $K_e$  è il costo del capitale ( $hg$ : alta crescita,  $t$ : transizione,  $st$  invece per il periodo di crescita stabile).  $DPS_t$  rappresentano i dividendi all’anno  $t$ ,  $g_n$  è la crescita della fase stabile

Sebbene questo tipo di modello maggiormente strutturato consenta di rimuovere alcune critiche mosse in precedenza alle altre tecniche, si sottolinea come il numero di

parametri richiesti per l'applicazione dello stesso si sia moltiplicato aumentando anche la probabilità di cadere in errori di quantificazione: tre differenti tassi di crescita, tre diversi *pay out ratio*, tre differenti tassi di attualizzazione.

A prescindere dalla “versione” considerata, il modello esaminato è ovviamente inadatto in tutti i casi in cui l'azienda attui una politica di non distribuzione degli utili conseguiti. La politica dei dividendi, infatti, è fissata dal management che può anche preferire di non distribuire utili scegliendo di mantenerli all'interno dell'azienda o di utilizzarli per un riacquisto di azioni proprie. In questi casi, quindi, il dividendo non è un indicatore veritiero della capacità di generare flussi e l'impiego del *DDM* potrebbe portare ad una sottostima del valore.

Una possibile soluzione è quella di ricorrere ad una nozione “allargata” del concetto di flussi di cassa da attualizzare, ovvero ai dividendi che potenzialmente l'impresa avrebbe potuto distribuire. Precisamente si considerano i flussi di cassa definiti “disponibili per gli azionisti” (*Free Cash Flow to Equity*), ovvero quei flussi che residuano dopo aver sottratto all'utile netto gli investimenti, a lungo o breve termine, che l'impresa deve intraprendere per generare crescita nel futuro e le emissioni nette di debito, cioè la differenza tra i nuovi debiti emessi e il rimborso di quelli esistenti:

$$\text{Valore del capitale netto (modello FCFE crescita stabile)} = \frac{FCFE}{(K_e + g)}$$

dove *FCFE* indica il flusso di cassa considerato, *r* è il tasso di attualizzazione e *g* è il tasso di crescita costante. Questo modello è noto come *Discounted Cash Flow (DCF)*. La logica è la medesima di quella del *DDM*, ma senza che sia necessaria alcuna ipotesi sulla politica dei dividendi. Anche in questo caso, a seconda delle assunzioni compiute sui parametri di riferimento, si potranno ottenere modelli a più stadi.

Dal momento che in un'impresa non ci sono solo azionisti, ma anche investitori nel capitale di debito (principalmente obbligazionisti e banche), si può compiere una valutazione dell'azienda attualizzando i flussi che spettano alle varie categorie di soggetti<sup>51</sup>. Questi flussi di cassa, definiti come “flussi di cassa disponibili per gli investitori” (*Free Cash Flow to Firm*) risultano dalla differenza tra il reddito operativo al netto delle imposte e i fabbisogni di reinvestimento. Si tratta di flussi di cassa operativi che si rendono disponibili per soddisfare gli investitori. A differenza dei

---

<sup>51</sup> E' questa la versione del *DCF*, definita “*unlevered*”.

*FCFE*, che sono considerati al netto di interessi passivi e di emissioni nette di debito, i *FCFF* sono considerati al lordo<sup>52</sup>. Una precisazione riguarda anche il tasso di attualizzazione da utilizzare derivante dalla necessaria coerenza tra flussi da attualizzare e fattore di sconto. Se, infatti, per attualizzare i *FCFE* si impiega il costo del capitale netto, in questo secondo caso occorrerà utilizzare una versione del tasso che consideri sia l'*equity*, sia il debito, ovvero il costo medio ponderato del capitale, di cui si dirà in seguito.

### **3.4.2. Il metodo reddituale**

Per quanto concerne il metodo reddituale, possono individuarsi alcune varianti applicative del modello a seconda delle scelte che vengono effettuate per la stima del valore-flusso di riferimento. Si parte in ogni caso dai flussi contabili che poi devono però essere necessariamente sottoposti ad una serie di interventi che possono essere distinti in tre: il processo di normalizzazione, quello di integrazione ed infine quello di adeguamento o allineamento [Guatri, 2001].

Questi tre processi sono considerati necessari al fine di riportare quello che è un flusso puramente contabile, sia esso storico o prospettico, in un flusso economico.

In particolare con il primo processo, quello di normalizzazione, s'intende procedere all'imputazione secondo l'esercizio di competenza di proventi e costi "straordinari" (ad esempio costi di ristrutturazione, costi sostenuti per il verificarsi di calamità naturali), all'eliminazione di quelli "estranei" alla gestione (o perché relativi a beni estranei all'impresa o perché non rientranti nella gestione caratteristica) e alla neutralizzazione di politiche di bilancio distorsive, comprese quelle fiscali (ad esempio non si dovranno considerare gli ammortamenti accelerati).

Con il processo di integrazione invece si va a tener conto di quelle dinamiche che producono o distruggono valore, ma che non emergono in sede di bilancio. Si può citare il caso di quelle categorie di beni sui quali si producono plusvalenze o minusvalenze il cui realizzo viene in parte protratto nel tempo. In questo caso sistematicamente si verifica una differenza di plusvalenze o minusvalenze "accumulate" e non contabilizzate delle quali occorre però necessariamente tenerne conto al fine della misurazione dei flussi di reddito.

---

<sup>52</sup> Entrambi sono però misurati al netto delle imposte.

I flussi reddituali da utilizzare sono quelli attesi. Essi però potranno essere espressi in più modi: si potrà ricorrere ad una serie di risultati per gli anni futuri ed in questo caso l'esperienza mostra quanto sia inopportuno spingersi oltre i 3-5 anni se non si vuole perdere l'attendibilità dei risultati; si potrà calcolare ed utilizzare una media tra più risultati per un periodo futuro, indeterminato o determinato; in questo caso il calcolo del "reddito medio atteso" non deve essere inteso come un puro calcolo algebrico in quanto, laddove fosse possibile, la ponderazione dovrà essere costruita dal valutatore sfruttando e sintetizzando tutte le informazioni e i dati di cui è in possesso; infine, ci si potrà basare non su un unico valore, ma su una fascia di grandezze che ha la capacità di cogliere la variabilità e l'incertezza dei possibili risultati futuri. Quando, come di regola accade, il periodo di previsione analitica di flussi attendibili risulta essere inferiore alla vita dell'impresa sarà necessario anche in questo caso assumere un valore finale (*terminal value*)  $V_f$ , variamente determinato, che sintetizza il valore dell'azienda per gli anni successivi rispetto al periodo di previsione analitica, fino alla fine della sua durata.

Per procedere alla stima dei redditi futuri, i metodi più classici sono due: il "metodo di proiezione dei risultati storici" ed il "metodo dei risultati programmati". Il primo metodo prende avvio da un'accurata analisi di dati e circostanze passate spingendosi in alcuni casi molto indietro nel tempo anche se, secondo Guatri, non è opportuno risalire oltre i 5 anni in quanto si corre il rischio che "i risultati reddituali espressi siano un insieme di elementi storici e di ipotesi più o meno fondate, nel quale risulta malagevole distinguere i fatti dalle speranze, le circostanze oggettive dalle stime soggettive" [Guatri, 2001, 151]. L'intera informativa passata dovrà essere analizzata ed interpretata, in particolare dovranno essere individuate quelle variabili esplicative che variando modificano i risultati attesi. Per le imprese industriali, ad esempio, possono annoverarsi tra le variabili esplicative: il tasso di crescita, l'aumento dell'efficienza, le variazioni dei prezzi di vendita, l'entrata nel circuito produttivo di nuovi prodotti, etc.

L'applicazione di questo metodo di stima prevede che s'individuino i risultati storici e alcuni indicatori utili come ad esempio il *MOL* (Margine Operativo Lordo) o l'utile ante imposte; successivamente si cercano le variabili esplicative suddette e si guarda il loro impatto su risultati ed indicatori; si formuleranno quindi degli "scenari" possibili futuri che si discostano dalle linee di tendenza e per ciascuno scenario

s'individuera il risultato corrispondente; infine, si effettuerà la scelta del risultato anno per anno.

Il secondo metodo di stima dei flussi reddituali invece, il “metodo dei risultati programmati”, si basa su documenti di programmazione prodotti dal management dell'impresa analizzata quali il Budget annuale o i Piani pluriennali. Ovviamente i dati contenuti in questi documenti non potranno essere assunti acriticamente, occorrerà cioè esaminarne la qualità, verificarne l'attendibilità, la ragionevolezza e la dimostrabilità delle singole ipotesi assunte dagli stessi. Dal punto di vista temporale anche in questo caso si ritiene imprudente spingersi troppo oltre nel tempo: nei piani pluriennale si potranno ad esempio assumere i dati limitatamente ai primi anni tralasciando gli anni successivi che con una certa probabilità saranno caratterizzati da scarsa credibilità.

A tali due metodi se ne aggiungono anche altri come il “metodo delle opzioni innovative”, che risulta ispirarsi all'idea secondo la quale all'interno di un'impresa esistono delle potenzialità concrete che, se sfruttate, influenzano positivamente i risultati reddituali e quindi sono in grado di generare nuovo valore. Tali potenzialità, definite come “opzioni”, vengono solitamente distinte in: “opzioni di miglioramento interno”, “esterne” oppure legate alla ristrutturazione finanziaria. Tra le prime, ad esempio, si possono individuare le variazioni nel mix di prodotti aumentando quelli più redditizi, oppure la razionalizzazione della distribuzione. Tra le “opzioni esterne” invece rientrano le acquisizioni e fusioni, la cessione di alcune attività a prezzi maggiori rispetto al loro valore e via dicendo. L'ultima opzione, quella relativa alla ristrutturazione finanziaria, invece, si riferisce all'ottimizzazione di struttura finanziaria e di rapporti finanziari.

Una volta che i flussi reddituali attesi sono stati determinati seguendo tutte le regole sopra esposte, si procederà alla loro attualizzazione, secondo le formule teoriche di seguito citate e adoperando un opportuno tasso di attualizzazione di cui si discuterà in seguito. Le formule matematiche cui si ricorre sono sostanzialmente tre. Definendo  $W_r$  il valore del capitale economico determinato con il metodo reddituale [Guatri, 2001,122]:

a) la “rendita perpetua”:

$$W_r = R/i$$

con  $R$ , reddito medio atteso e  $i$ , tasso di capitalizzazione

b) la formula della “vita limitata”:

$$b1. W_r = R a_{n \overline{i}}$$

con  $R$ , reddito medio,  $n$ , numero di anni,  $i$ , tasso di attualizzazione

$$b2. W_r = \sum_{s=1}^n \frac{R_s}{(1+i)^s}$$

con  $R_s$ , redditi attesi anno per anno,  $\frac{1}{(1+i)^s}$ , fattore di attualizzazione

$$b3. W_r = \sum_{s=1}^m \frac{R_s}{(1+i)^s} + \sum_{s=m}^n \frac{R}{(1+i)^s}$$

con  $R_s$ , redditi per un periodo, anno per anno, fino ad  $m$  e  $R$ , reddito medio da  $m$  all'anno  $n$

c) la formula della “vita limitata”, più il valore all'n° anno attualizzato:

$$W_r = \sum_{i=1}^n \frac{R_s}{(1+i)^s} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

con  $V_f$ , valore finale ottenuto ad esempio dalla capitalizzazione di  $R_n$  all'n-esimo anno, reddito atteso dopo l'anno  $n$  fino al termine della vita dell'impresa, con la formula della rendita perpetua:  $V_f = R_n/i$

### 3.5 L' approccio misto

#### 3.5.1 Il metodo EVA<sup>TM</sup>

Per comprendere le basi logiche su cui si fonda l'Eva<sup>TM</sup>, occorre fare una breve premessa. E' ritenuto da tempo che la performance di un'impresa sia correlata alla creazione o distruzione di valore intervenuta in un determinato periodo e che quindi sia in stretta connessione anche con il valore di mercato dell'azienda. Sulla base di questo concetto, nel passato si costruivano degli indicatori di performance che però risultavano essere prettamente contabili, si ricorreva ad esempio agli utili netti (o alle perdite). Tuttavia, alla luce del fatto che i risultati di bilancio risultano pesantemente inficiati da politiche di bilancio e da politiche fiscali, sono rivolti in via esclusiva al passato e non

tengono conto in alcun modo del rischio che caratterizza l'impresa, è sorta l'esigenza di costruire degli indicatori di performance che fossero in grado di eliminare tali "distorsioni" integrando i risultati contabili. Queste motivazioni dunque hanno screditato le misurazioni puramente contabili e hanno spinto la ricerca a muoversi verso nuovi indicatori tra i quali si annovera l'Eva. Il metodo Eva non nasce inizialmente come metodo per operare la valutazione d'azienda, ma sorge come indicatore di performance dell'azienda stessa. Solo successivamente, visto cosa esprime, è stato utilizzato anche per esprimere valutazioni d'azienda ritenendo che si potessero rinvenire legami tra l'Eva e il valore di mercato di un'azienda.

L'Eva, *Economic value added*, è un indicatore che muove dai dati contabili, ma che apporta a questi delle integrazioni sia economiche che finanziarie. E' un algoritmo di calcolo che permette di determinare quale è stato il valore creato o distrutto dall'azienda nonostante non sia nato, come già detto, per valutare l'azienda. Si sostanzia in una differenza tra due grandezze: il reddito normalizzato *NOPAT* (*Net Operating Profit After Taxes*) e il costo del capitale investito in azienda (espresso dal *WACC*), quindi in formule:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C$$

Il *WACC*, costo medio ponderato del capitale, risulta dall'applicazione della formula di cui si dirà oltre (v. infra paragrafo 3.11), mentre per *NOPAT* e *C* occorrono delle precisazioni aggiuntive.

Sia *NOPAT* sia *C*, capitale investito nell'azienda (capitale proprio, debiti onerosi e accantonamenti), non sono quelli che risultano dal bilancio, ma vengono sottoposti a correttivi: infatti, il *NOPAT* è reddito normalizzato mentre *C* è il capitale investito "integrato".

Se poi si pone che  $NOPAT / C = r$ , allora si può anche scrivere che:

$$EVA = (r - WACC) \cdot C$$

Quindi, tale indicatore consente di porre a confronto due termini: il rendimento del capitale investito e il costo dello stesso, dove con capitale investito s'intende sia il capitale proprio, sia i debiti finanziari, sia gli accantonamenti. Da tale confronto potrà risultare o che l'azienda ha generato valore, qualora emerga un  $EVA > 0$ , o che l'azienda al contrario l'ha distrutto, se  $EVA < 0$ .

Stabilire una stima del valore di un'azienda partendo dall'Eva (valore indicato in seguito con  $\hat{W}_{EVA}$ ) è un processo composto da più fasi. Innanzitutto però occorre stabilire a che periodo si estende l'analisi, normalmente potrà essere esteso fino a quando ragionevolmente si prevedono ritorni sul capitale investito. Per ciò che concerne i componenti della stima, la base di partenza è costituita dal capitale investito rettificato,  $K$  (cioè quello contabile a cui si sommano o si sottraggono le plus-minusvalenze patrimoniali). In secondo luogo si calcolano gli Eva previsti per il futuro ( $EVA_i$ ) che indicano il valore aggiunto prodotto in un certo arco di tempo, ad esempio anno per anno, e si attualizzeranno utilizzando come tasso proprio il  $WACC$ . Come in altri metodi anche qui occorrerà tener conto di un valore finale,  $EVA_f$ , che in quest'ambito sarà dato ad esempio capitalizzando l'Eva dell'ultimo anno, con la formula della rendita perpetua, utilizzando sempre il  $WACC$ , ma sottraendo il fattore di crescita  $g$  ( $EVA_f = EVA_n / (WACC - g)$ ). Anche questo fattore finale dovrà essere attualizzato. Infine per ottenere  $\hat{W}$  dovranno essere sottratti i debiti finanziari attualizzati<sup>53</sup>. In formule:

$$\hat{W}_{EVA} = K + \sum_{i=1}^n EVA_i v^i + EVA v^n - D_a$$

Sulla base di quanto detto, possono quindi riscontrarsi delle analogie concettuali di questo metodo sia con il metodo finanziario sia con quello misto patrimoniale-reddituale, tanto che l'Eva<sup>TM</sup> “appare, in definitiva, un metodo misto patrimoniale-finanziario” [Balducci, 2002, 280].

Questo metodo soffre però di un particolare difetto: l'instabilità nel tempo degli Eva. Se si suppone ad esempio che un'impresa entri in una fase in cui sviluppa i propri investimenti, nei primi tempi si registrerà una crescita nel capitale investito, ma non una corrispondente crescita di reddito operativo e dunque il metodo Eva sottostimerà l'azienda stessa. Si è quindi detto che questo metodo funziona bene per quelle imprese che presentano un trend regolare nella formazione degli Eva futuri (M. Massari ha parlato di “andamenti a U rovesciata”<sup>54</sup>), per le società finanziarie e per quelle con tassi di crescita sostenuti.

<sup>53</sup> Si tratta dei “debiti finali”, quelli non inclusi già in  $K$ .

<sup>54</sup> Espressione tratta da una nota dell'articolo di L. Piras, “Creazione misurazione del valore: un confronto tra DCF e EVA”, pubblicato in AF, n. 45.

### 3.5.2. Il metodo misto patrimoniale - reddituale

Tale metodo si pone come una sorta di “compromesso”, sembra infatti inglobare al suo interno solamente le caratteristiche positive del metodo strettamente patrimoniale e di quello reddituale di cui si è già discusso. In sostanza dunque si andrà a stimare un valore ( $W_m$ , valore dell’azienda determinato secondo l’approccio misto patrimoniale-reddituale) che è espressione tanto del patrimonio quanto del reddito. Nel corso del tempo questa tecnica valutativa ha subito delle modifiche soprattutto con riferimento alla diversa attribuzione di peso data alla componente patrimoniale e a quella reddituale. Elemento essenziale di questo metodo di valutazione è il concetto di *Goodwill*, una sorta di avviamento, dato dalla differenza tra ciò che risulta essere il valore dell’impresa in base a quanto scaturisce dall’applicazione del metodo reddituale (identificato con  $W_r$ ) e il valore del patrimonio dell’impresa ( $K$ ). Se si tratta di una differenza negativa si parla invece di *Badwill*.

In formule:

$$A = W_r - K$$

con  $W_r = R/i$  e  $A = Goodwill$  o *Badwill*.

Il metodo misto si divide a sua volta in due metodi diversi: il metodo del valor medio e il metodo della stima autonoma dell’avviamento a seconda delle assunzioni effettuate nella stima. Il primo metodo si fonda sull’assunzione che patrimonio e capacità reddituale di un’azienda abbiano pari importanza. Ecco dunque che il valore  $W_m$  viene calcolato come la semisomma del patrimonio rettificato  $K$  (patrimonio contabile  $\pm$  rettifiche) e del valore “reddituale” (cioè ottenuto con il metodo reddituale). In formula:

$$W_m = \frac{1}{2} (K + R/i)$$

Attraverso semplici sostituzioni che partono dal concetto per cui il valore di un’azienda è pari alla somma di  $K$  e di  $A$ , avviamento, si può scrivere come:

$$W_m = K + \frac{1}{2} (R/i - K)$$

Da tale formula si può notare come in questo metodo l’avviamento, espresso dalla differenza in parentesi, pesi solo per metà. Concettualmente questo procedimento può ritenersi scorretto perché il prevedere una scissione a metà della composizione del valore di un’azienda sembra essere una forzatura troppo grande.

L'altro metodo, quello con stima autonoma dell'avviamento, assume invece ciascuna componente del valore nella sua interezza. In formule:

$$W_m = K + A$$

In questo caso, sono previsti tre algoritmi di calcolo alternativi a seconda di come si sceglie di stimare il valore da attribuire all'avviamento:

$$2) \quad W_m = K + a_n \gamma_{i''} (R - i'' K)$$

dove  $R$  è il reddito medio atteso per il futuro;  $K$  è il capitale netto rettificato;  $i''$  è il tasso d'interesse "normale" che tiene conto del grado di rischio che caratterizza l'azienda per quanto riguarda la sua capacità di rimanere redditizia ed è solitamente inferiore ad  $i'$ , tasso di attualizzazione finanziario applicato alla quantità in parentesi che esprime il profitto (o sovrareddito) generato in un arco limitato di tempo.

$$3) \quad W_m = K + (R_1 - i'' K) v + (R_2 - i'' K) v^2 + \dots$$

dove cioè si considerano i profitti solo di alcuni degli esercizi futuri.

$$4) \quad W_m = K + (R - i'' K)/i$$

dove si assume che si produca un sovrareddito in perpetuo.

### 3.6 L'approccio relativo

Oltre alle valutazioni basate sui modelli e formule appena descritte, denominate anche analitico-assolute, è ormai diffusa da parecchi decenni la valutazione di tipo "relativo", ovvero basata sui prezzi di mercato assegnati ad attività similari. La differenza fondamentale tra le due tipologie di valutazione, assoluta e relativa, sta nel diverso paradigma di mercato finanziario adottato. Mentre, infatti, nelle valutazioni assolute, si ipotizza che il mercato commetta errori di valutazione che solo nel tempo vengano corretti, nelle valutazioni relative è ipotizzato che il mercato commetta errori nella valutazione dei singoli titoli, ma che in media tali errori si annullino.

Sebbene comunemente si parli di valori assoluti e relativi, in realtà è opportuno precisare che i cosiddetti valori relativi s'ispirano ad una logica differente da quella su cui si basano invece i valori assoluti<sup>55</sup>.

Il successo di questo approccio valutativo è dipeso da una serie di fattori che hanno richiesto l'impiego di valutazioni relative, diffondendo la pratica dei multipli anche in ambiti dove in precedenza era sconosciuta.

Per lungo tempo, soprattutto nel contesto europeo, il ruolo dei multipli di mercato come metodo di valutazione è stato da sempre relegato a metodo di controllo. Non si può certo negare la praticità e la semplicità di questo metodo valutativo, ma questo non implica necessariamente che i multipli siano una stima di secondo ordine, a meno che non venga fatto un uso improprio degli stessi<sup>56</sup>. A partire invece dagli anni '90, tale tecnica valutativa è stata notevolmente riqualificata purché applicata con una modalità adeguata, per così dire, "sostanziosa". In alcuni contesti, ad esempio in situazioni in cui i risultati futuri sono difficilmente prevedibili, l'analisi per multipli è ritenuta fondamentale, [Guatri e Bini, 2005, 677]. Tale superiorità dei multipli rispetto ad altri approcci deriva dal fatto che, in tutte quelle situazioni in cui è presente un'evidente difficoltà di valutazione, l'insieme delle previsioni degli analisti presenti nel mercato finanziario possiede un "vantaggio informativo", ovvero è in grado di fornire una stima migliore rispetto a quella elaborata da qualsiasi altro singolo analista informato.

Questo approccio trova la sua applicazione pratica secondo due differenti modalità: quello dei moltiplicatori di società comparabili o di transazioni comparabili.

Secondo la prima versione, quella delle società comparabili, occorre innanzitutto scegliere la società o le società termine di confronto. Come deve essere effettuata la scelta del campione confrontabile? Partendo dalla necessità che i due termini di paragone devono essere omogenei per essere confrontabili, occorrerà tener conto di vari fattori che permettano di capire se esiste o meno l'omogeneità richiesta. Tra questi fattori possono essere annoverati, ad esempio: l'appartenenza allo stesso settore, la

---

<sup>55</sup> Guatri e Bini [2005] sostengono che i valori relativi non sono una misura del valore, bensì una stima approssimativa, ovvero distorta, del valore dell'impresa. Questa affermazione solleva tuttavia dei dubbi circa la sua validità. Una stima è infatti per definizione un'approssimazione. Essa, seppur approssimativa, può essere corretta qualora l'errore di previsione non sia sistematico (per la legge statistica dei grandi numeri, la media degli errori di previsione è pari a zero). La distorsione deriva infatti dal fatto che in media, tali errori non si annullano.

<sup>56</sup> Talvolta viene attribuita ai multipli una funzione di controllo quando invece sono i metodi assoluti che, per le varie difficoltà di stima, vengono fatti adattare ai range di valori individuati dai multipli.

dimensione, la struttura finanziaria, la credibilità raggiunta, il tipo di clientela cui è rivolta la produzione e via dicendo.

Una volta individuato il campione confrontabile sulla base di quanto detto, si sceglie prima di tutto una variabile ritenuta strettamente legata al valore dell'azienda, solitamente una misura di performance, che chiamiamo  $X$ . Se l'azienda scelta come termine di riferimento è la  $i$ -esima azienda a lei corrisponderà un valore  $X_i$  e sul mercato le sarà associato un certo prezzo  $P_i$ . Considerando il rapporto  $P_i/X_i$ , essendo l'impresa caratterizzata da omogeneità rispetto a quella da valutare, chiamata  $A$ , si assumerà che  $P_i/X_i = P_A/X_A$  e quindi si troverà  $P_A$ . Il rapporto  $P_i/X_i$  è il moltiplicatore utilizzato, da qui metodo dei moltiplicatori. Le misure di performance più utilizzate sono: l'utile netto ( $E$ ), l'utile ante imposte e interessi passivi ( $EBIT$ ), il  $MOL$ , l' $EBITDA$  (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization*), il  $FCF$  (*free cash flow*), le vendite ( $V$ ). Tutte queste misure si pongono a denominatore di rapporti in cui a numeratore figura un prezzo. Solitamente, inoltre, per la stessa società si utilizzano più moltiplicatori prima di giungere alla formulazione del giudizio di valutazione. Effettuati questi calcoli, sorge quindi il problema dell'interpretazione dei risultati ottenuti. Gli specialisti distinguono tra un'analisi quantitativa ed un'analisi qualitativa.

Dal punto di vista quantitativo si effettua la proiezione degli indicatori di performance nel futuro, tanto per la società da valutare, quanto per quelle che compongono il campione di riferimento.

Dal punto di vista qualitativo, invece, i risultati ottenuti dai calcoli vengono manipolati, utilizzati ed interpretati sulla base di convinzioni e scelte proprie del soggetto che effettua la valutazione, un momento quindi caratterizzato da ampia discrezionalità.

Seguendo l'impostazione del secondo approccio, quello delle transazioni comparabili, la base di partenza non sarebbe costituita da moltiplicatori, ma direttamente da prezzi, in particolare quelli raggiunti in compra-vendite e fusioni di aziende similari. Tuttavia, anche in questo caso spesso è necessario ricorrere ai moltiplicatori a causa della difficoltà di utilizzazione diretta di detti prezzi: le società non dovrebbero essere solo comparabili, ma identiche. Concretamente, anche in questo caso si procede ad una selezione del campione di società che costituisce il termine di confronto sulla base dei criteri delineati in precedenza nel primo approccio. Qui però si

reperiscono tutte le informazioni dei prezzi negoziati effettivamente per queste aziende selezionate. Si procede quindi nel calcolo di quelle relazioni chiamate moltiplicatori e infine si utilizzano detti rapporti per determinare il valore dell'azienda soggetta a valutazione. Anche in quest'ambito si ritiene utile effettuare proiezioni nel futuro per ciò che concerne l'evoluzione prevista delle performance assunte a base dell'analisi.

Va inoltre precisato che per quanto riguarda la scelta delle performance e quindi dei moltiplicatori, se si sceglie come denominatore una voce di conto economico che si trova "più in alto" nello stesso, si avrà una minore incidenza sulla performance delle scelte compiute dalle società nella redazione dei propri bilanci. Se dunque si utilizza  $V$ , vendite, non si percepirà nulla circa le politiche di *pricing*, di marketing, finanziarie o fiscali, mentre se, all'estremo opposto, si utilizza  $E$ , utile netto, si terrà conto di tutte queste componenti.

Talvolta gli analisti, per individuare le azioni sotto o sopravvalutate, comparano anche il multiplo *Price/Earnings* al tasso di crescita atteso ( $g$ ), calcolando il rapporto tra i due termini. Il *PEG ratio*, espresso come  $(P/E)/g$ , viene quindi impiegato come "indicatore del valore relativo (un *PEG* più basso indica che un'impresa è sottovalutata)", [Damodaran, 2002 A, 254].

A prescindere dalla modalità applicativa prescelta, l'impiego corretto, prima definito sofisticato, dei multipli prevede che detta grandezza sia in grado di esprimere un nesso di causalità tra il valore dell'impresa (espresso dal prezzo al numeratore) e un parametro di performance (scelto come denominatore). Quando tale collegamento manca, infatti, le variazioni casuali del prezzo si trasmettono interamente sul multiplo inducendo a movimenti casuali dello stesso<sup>57</sup>. Per ridurre le distorsioni suddette e far sì che detti multipli siano stimatori relativamente affidabili, si richiede che rispettino i quattro principi base, ovvero, [Guatri e Bini, 2005, 668]:

1. la normalità;
2. l'ordinabilità;
3. la *mean reversion*;
4. la convergenza verso la relazione fondamentale per via dell'aggiustamento di prezzo.

---

<sup>57</sup> Guatri e Bini chiamano i multipli che non sono in grado di esprimere alcun legame, "falsi" multipli, [Guatri e Bini, 2005, 666], contrapponendoli a quelli "veri", detti anche causali.

La prima caratteristica, ovvero la normalità, richiede che il multiplo si mantenga all'interno di un range di valori ritenuti "ragionevoli".

L'ordinabilità, invece, attiene al fatto che vi sia una relazione significativa tra il multiplo e una misura che esprima il vantaggio competitivo della singola impresa. Il denominatore del multiplo deve essere la variabile-chiave per eccellenza e deve essere legata ad altre variabili, residue, che incidono sul denominatore, [Guatri e Bini, 2005, 680].

Il livello dei multipli dipende inoltre dalle future opportunità di creazione di valore che si prospettano per l'impresa. Tali opportunità dipendono principalmente da due elementi: l'attrattività del mercato ed il posizionamento competitivo. Questi due fattori producono effetti differenti sui multipli: mentre l'attrattività di mercato fa aumentare i multipli di tutte le imprese appartenenti a quel particolare mercato, il posizionamento competitivo, invece, si riflette unicamente sui multipli della specifica impresa considerata. Per questo motivo, spesso, utilizzare multipli medi può condurre a conclusioni errate in quanto la media è in grado di catturare solo il primo dei due fattori ora indicati. Questo è indice del fatto che esiste una seconda variabile-chiave che non è incorporata nel denominatore del multiplo. Per ovviare a questa carenza, si aggiunge una seconda dimensione all'analisi che consenta di ordinare con due criteri invece di una. Una possibile soluzione in tal verso è offerta dalle *value maps*, ovvero delle relazioni lineari tra il multiplo e una misura del vantaggio competitivo dell'impresa (ad esempio la redditività). In questo modo si riesce a tener conto contemporaneamente delle due dimensioni<sup>58</sup>.

Se poi il nesso di causalità sopra discusso è piuttosto accentuato, il multiplo tenderà a stabilizzarsi nel tempo, mentre, qualora il nesso si allenti, il multiplo esibirà una certa volatilità. La proprietà del "*mean reverting*" prevede che nel lungo periodo tale volatilità tenda a ridursi fino a che il multiplo converge alla media di periodo. Se ciò non accade, infatti, significa che la relazione di causalità o non esiste o è troppo debole.

Infine, per quanto riguarda il quarto principio, anche quando una variazione dei prezzi non è determinata da variazione dei fondamentali, il multiplo varia. In questa situazione in cui prezzo e valore non vengono a coincidere, è evidente che

---

<sup>58</sup> Questa è la logica che si è adottata nella classificazione dei metodi basati sui multipli di cui si dirà più avanti (v. *infra* paragrafo 3.7.2).

l'aggiustamento del multiplo deve avvenire per il tramite di un'ulteriore modifica del prezzo e non del fondamentale<sup>59</sup>.

### **3.7 I metodi di valutazione degli analisti finanziari**

#### ***3.7.1 I risultati di alcune ricerche***

Da uno studio della letteratura è evidente che si è ancora piuttosto lontani dal fornire una completa ed accurata analisi dei metodi valutativi effettivamente impiegati dagli analisti finanziari nella determinazione dei target price e delle raccomandazioni d'investimento. Solo un esiguo numero di ricerche si è specificatamente interessato a questo tipo di tematica che, tuttavia, riveste una notevole importanza. Sebbene infatti esista una copiosa letteratura interessata alle varie problematiche connesse ai modelli di valutazione utilizzati dagli operatori del mercato e ai fondamenti teorici di tali procedure valutative, la ricerca non è ancora riuscita a spiegare in modo compiuto l'impiego pratico di detti modelli da parte degli analisti finanziari. Essi, dunque, aggiungono valore a dei dati grezzi, attraverso un processo di conversione in cui si adottano delle modalità che teoria e analisi empirica riescono a spiegare tuttavia solo in parte.

Barker [1999], ad esempio, studia il ruolo che rivestono i dividendi nel processo di *equity evaluation*, esaminando direttamente le pratiche valutative di analisti e *fund manager*. Lo studio è stato condotto impiegando tre metodi di ricerca complementari tra loro: l'osservazione dei soggetti selezionati, la somministrazione di questionari e infine, lo svolgimento di alcune interviste semi strutturate. Il campione di circa 70 analisti è stato selezionato sulla base dei criteri utilizzati da un'altra ricerca, ovvero la "*Financial Times Extel survey*" [1994] ed è composto da 9 imprese tra le più importanti nella determinazione dei prezzi azionari. L'autore trova differenze rilevanti tra teoria e prassi. Secondo un'analisi descrittiva, lo studio evidenzia infatti una sorta di preferenza manifestata dagli analisti per metodi di valutazione "non sofisticati", ovvero che impiegano un numero di dati limitato, come ad esempio i *dividend yield* piuttosto che il

---

<sup>59</sup> Sebbene Guatri e Bini [2005] presentino questa "proprietà" a sé stante, in realtà essa sembra nient'altro che la proprietà della *mean reversion*.

*dividend discounted model*<sup>60</sup>. Secondo l'autore, questo risultato, difforme rispetto a quanto raccomandato dalla teoria "classica", ma consistente con le osservazioni avanzate sopra circa il procedimento valutativo, potrebbe dipendere dalle oggettive difficoltà riscontrate dall'analista finanziario di usare le informazioni correnti per prevedere i *cash flow* futuri. Sintetizzando l'evidenza empirica riscontrata, Barker giunge alla generale conclusione che gli analisti finanziari impiegano i metodi di valutazione unicamente come "punto di partenza", una sorta di primo screening che viene solo successivamente integrato ed aggiornato di informazioni aggiuntive, che tuttavia non vengono né indicate, né incorporate nei modelli. Un approccio analogo al precedente è quello adottato da Block [1999]. L'autore, attraverso la somministrazione di questionari agli analisti membri dell'*AMIR (Association for Investment Management and Research)*, analizza i metodi analitici maggiormente diffusi nella prassi professionale. Le questioni sottoposte mirano ad un'indagine relativa ad alcuni specifici argomenti come: l'utilizzo della *present value analysis*, gli input impiegati nella valutazione delle azioni, l'impiego di tre metodi di valutazione, ovvero, il *dividend discounted model*, il *capital assets pricing model* e l' *economic value added*. Dalle 297 risposte ricevute, i principali risultati di quest'analisi possono essere sintetizzati dicendo che: a) nonostante la rilevanza teorica delle tecniche di valutazione basate sul valore attuale, solo una piccola percentuale del campione in realtà le impiega con una certa regolarità, b) *earnings* e *cash flows* sembra che siano considerati maggiormente importanti rispetto ai dividendi o al *book value* della società, c) tra i tre metodi proposti nel questionario, l'*EVA* pare essere quello preferito.

Per quanto concerne specificatamente il mercato italiano, una ricerca di Ambrosetti Stern Stewart Italia, svolta in collaborazione con AIAF [Ambrosetti Stern Stewart Italia - AIAF, 2002], risulta essere il primo ampio studio svolto in ambito italiano per quanto concerne i metodi valutativi adottati dagli analisti finanziari<sup>61</sup>. Sintetizzando le principali risposte ottenute dalla somministrazione dei questionari<sup>62</sup>, è

---

<sup>60</sup>I metodi di valutazione scelti per l'indagine sono quelli: effettivamente impiegati e raccolti durante l'osservazione dei partecipanti alla ricerca, selezionati in altri studi simili o tradizionalmente riportati nei testi di finanza.

<sup>61</sup> Si fa qui riferimento alla ricerca *AIAF* [Ambrosetti Stern Stewart Italia - AIAF, 2002], già più volte menzionata, successiva ad una iniziale del 1999 che viene ripresa.

<sup>62</sup> Sono state contattate 37 *SIM* (Società di Intermediazione Mobiliare), ma solo 42 analisti di 25 *SIM*, tra le 37 contattate, hanno risposto. Ciascuna risposta ricevuta è stata poi ponderata per la quota di mercato detenuta dalla corrispondente *SIM*.

emerso che i metodi di valutazione “preferiti” dagli analisti, in via generale, sono il *DCF* (*Discounted Cash Flow*), il metodo dei multipli di mercato e l'*EVA* (*Economic Value Added*). Diversa è anche l'importanza che gli analisti finanziari attribuiscono ai vari metodi di valutazione a seconda del settore di appartenenza delle società valutate. Sinteticamente, nel settore industriale, il modello di riferimento si conferma essere, come nel passato [Ambrosetti Stern Stewart Italia - AIAF, 1999] il *DCF* anche se permane un utilizzo considerevole dei multipli di mercato, spesso combinati ad altri metodi. Nei settori “*Telecom Media e Technology*” e “*Start-up*”, si accentua la preferenza accordata al *DCF*, indice dell'attenzione riposta dagli analisti alle prospettive future in questo tipo di società e ai multipli di mercato. Per quanto concerne invece il settore assicurativo, le varie e molteplici tecniche sono state sostituite dalla metodologia valutativa dell'*Embedded Value*<sup>63</sup>, seguito da altre metodologie sussidiarie quali il *DCF* o l'*EVA*. Anche in questo caso rimane evidente l'utilizzo massiccio di tecniche che impiegano i multipli di mercato. Nel settore bancario, la ricerca non evidenzia nessun metodo prevalente in quanto preferito rispetto agli altri, ma piuttosto l'utilizzo di una molteplicità di approcci. Infine, per quanto concerne la valutazione di imprese holding, è emersa una certa prevalenza riconosciuta al metodo patrimoniale che va ad esprimere il valore della holding come la somma del valore delle partecipazioni che la holding detiene in portafoglio.

Nella ricerca, la circostanza in base alla quale emerge una significativa preponderanza dei metodi basati sui multipli di mercato<sup>64</sup>, a scapito di altri metodi, viene argomentata sostenendo che, probabilmente, questo sia indice di una sostanziale omogeneità del profilo di rischio sopportato, delle aspettative circa le opportunità di crescita del settore e dell'abbondanza di dati a disposizione, grazie all'elevato numero

---

<sup>63</sup> L'*embedded value* quale trova ampia applicazione per le compagnie impegnate nel ramo vita. Da una rilevazione avvenuta nel 1999 di 14 analisti europei effettuata da Ernst & Young, è emerso che il metodo dell'*Embedded Value* è quello più utilizzato nell'ambito della valutazione delle compagnie assicurative operanti sul ramo vita. In una graduatoria costruita sulla base della trasparenza, utilità, comparabilità e in base alla misura dell'abilità del management di aggiungere valore per gli azionisti, questo metodo è risultato al primo posto (su 7). Questo dato è stato riportato nella presentazione della *First annual life insurance conference on Embedded Value* del 2000. A livello pratico, il metodo dell'*Embedded Value* è infatti quel metodo che permette di esprimere il valore economico della compagnia ed il valore aggiunto creato per gli azionisti, come somma del capitale netto rettificato e del valore del “*business already written*”, definito anche come “portafoglio chiuso”.

<sup>64</sup> Sembra comunque che l'impiego dei multipli avvenga principalmente con finalità di controllo di valutazioni compiute con altri metodi. Questo è quanto viene esplicitamente detto relativamente al settore industriale.

di operazioni di finanza straordinaria che questi settori continuamente compiono. I multipli maggiormente diffusi sono quelli che insistono su indicatori contabili (utile e *EBITDA*); il *P/E* e l'*EV/EBITDA* sono quelli maggiormente impiegati.

Ad oggi, solo tre recenti studi di carattere internazionale si sono interessati dei metodi valutativi che concretamente gli analisti impiegano nella pratica adottando come metodologia l'analisi diretta del contenuto dei report redatti da questi professionisti: uno di Demirakos, Strong, Walker [2004], un altro di Bradshaw [2002] ed un altro ancora di Asquith, Mikhail, Au [2005].

Il primo di questi studi è sostanzialmente un'analisi descrittiva degli elementi ritenuti rilevanti per il valore delle imprese che gli analisti cercano di prevedere e la metodologia che tali soggetti impiegano per convertire le previsioni in stime del valore dell'impresa. L'analisi è condotta sulla base di un esiguo campione di 104 report redatti per 26 imprese durante un periodo di 5 anni. Gli autori testano ipotesi specifiche circa la scelta dei modelli di valutazione effettuata dagli analisti finanziari. In particolare gli autori sono interessati a evidenziare un'eventuale relazione tra tipologia di metodo impiegato per l'analisi e settore di appartenenza della società analizzata. I principali risultati descrittivi che emergono sono: a) un impiego piuttosto diffuso, anche se differente di settore in settore, dei modelli valutativi basati sui multipli di tipo *price/earnings*, b) un uso considerevole dei *DCF models*. Dallo studio emerge inoltre che metodi valutativi basati su orizzonti temporali "multiperiodali" sono preferiti rispetto ai metodi relativi basati su multipli di mercato in tutti quei settori considerati maggiormente instabili. Gli analisti inoltre prediligono come metodo "prevalente" approcci basati su multipli del *price/earning* o il *DCF* piuttosto che impiegare multipli *price/cash flow*. Risultato piuttosto inaspettato dagli autori stessi, infine, è quello relativo al fatto che anche quando l'analista finanziario impiega nella propria analisi un *DCF model*, poi, la scelta del metodo prevalente ricade invece su un metodo basato sui multipli di mercato.

Risultati simili a quelli ottenuti da Demirakos si trovano anche nello studio di Bradshaw [2002]. Anche in questa ricerca infatti sembra emergere che gli analisti non impiegano tecniche valutative legate al valore attuale per "giustificare" e supportare le proprie raccomandazioni d'investimento. Analizzando un esiguo numero di analisi (circa 100), l'autore evidenzia come gli analisti amino giustificare le loro

raccomandazioni facendo riferimento a multipli di mercato come il *price/earnings* e le previsioni circa i tassi di crescita di lungo periodo (*PEG ratio*, ovvero *price/earnings-to-growth*). Sulla base dello studio di alcune correlazioni, infatti, l'autore conclude che il *PEG ratio* è un'importante euristica impiegata dagli analisti finanziari per convertire le proprie stime in target price e raccomandazioni. In una ricerca condotta successivamente [2004], lo stesso autore sostiene che gli analisti preferiscono comunicare con gli investitori ricorrendo a semplici euristiche come ad esempio quella appena indicata, che tuttavia risultano essere correlate a dei modelli di valutazione maggiormente sofisticati sui quali il valutatore probabilmente baserebbe la propria analisi effettiva.

Lo studio di Asquith e al. [2005] è più complesso rispetto ai precedenti. Esso infatti fornisce un primo catalogo dei vari elementi che compongono un report finanziario ed è basato su un database piuttosto ampio costituito da 1126 report redatti da 56 analisti dipendenti di 11 *investment bank* in relazione a 46 settori. L'analisi affronta varie problematiche di ricerca<sup>65</sup>, ma per ciò che concerne la problematica relativa ai metodi di valutazione che qui rileva l'evidenza empirica ottenuta dagli autori, mostra che la maggior parte delle metodologie valutative ricadono in tre tipologie, ovvero: i multipli, di utili o *cash flows*<sup>66</sup>, modelli di tipo *DCF*<sup>67</sup> e multipli degli *assets*<sup>68</sup>. Una categoria residuale, definita come "altri metodi" include invece tutte quelle tecniche valutative che, secondo gli autori, sono riconoscibili unicamente dall'analista che l'ha utilizzata<sup>69</sup>. Inoltre, da una semplice regressione tra i rendimenti anomali cumulati del mercato e le metodologie valutative riscontrate, gli autori riscontrano che il mercato non reagisce diversamente a seconda della tipologia valutativa adoperata dall'analista non riconoscendo così alcuna differenza tra i metodi valutativi. Inoltre, la

---

<sup>65</sup> Sostanzialmente lo studio replica il lavoro condotto in ricerche precedenti e analizza l'associazione tra i rendimenti di mercato e le raccomandazioni, i *target price* e le loro revisioni. Gli autori ricercano anche le giustificazioni che gli analisti finanziari forniscono nei loro report per argomentare i propri giudizi ed il contenuto informativo delle analisi stesse. Infine, lo studio testa l'eventuale legame tra metodo valutativo impiegato e reazione di mercato e l'accuratezza del target price diffuso. Queste tematiche verranno affrontate in modo compiuto nei paragrafi successivi e nel capitolo 3, a cui si rinvia.

<sup>66</sup> Vengono inclusi in questa categoria *Price-Earnings*, *Price-Earnings* relativi, multipli dell'*EBITDA* (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*) e multipli dei ricavi.

<sup>67</sup> Rientrano in questa tipologia sia quei modelli che impiegano i *free cash flow to equity*, sia quelli che impiegano i *free cash flow to the firm*, oltre ai modelli *EVA*.

<sup>68</sup> Gli analisti usano il *market-to-book value* per stimare le attività.

<sup>69</sup> Gli autori adottano un criterio di classificazione troppo diverso da quello qui impiegato (v. infra paragrafo 3.7.2) e questo rende non confrontabili i risultati.

particolare metodologia impiegata non sembra neppure influire sull'accuratezza delle previsioni formulate<sup>70</sup>.

### 3.7.2. Criteri adottati nel procedimento di classificazione dei metodi

La classificazione dei metodi adottati dagli analisti ha richiesto una logica precisa, costruita *ad hoc*, sulla base dell'esigenza di non perdere e di non confondere le varie informazioni<sup>71</sup>.

Pur riprendendosi dunque la tradizionale “macro-distinzione” tra metodi proposta ed accettata dalla dottrina più accreditata, per cui si sono tenuti distinti metodi patrimoniali, finanziari, reddituali, misti, metodi basati sui multipli di mercato<sup>72</sup>, si è reso necessario, per ciascun metodo, fornire delle specificazioni aggiuntive ad esso relative.

L'obiettivo è stato quello, da un lato, di ricondurre all'iniziale “macro-distinzione” suddetta i vari e numerosi metodi adoperati e che vengono variamente denominati dagli analisti (pur essendo talvolta la stessa cosa), dall'altro, di non sovrapporre informazioni apparentemente simili, ma che, dal punto di vista dei metodi applicati, sono invece sostanzialmente diverse.

Sulla base di questa logica dunque, per quanto concerne i metodi patrimoniali, è stato specificato quando l'analista aggiunge al valore del patrimonio della società anche l'*Embedded* e/o l'*Appraisal Value* (nel seguito *EV* e *AV*). Questa specificazione si è resa necessaria dal momento in cui, spesse volte, soprattutto in ambito assicurativo, l'*EV* e l'*AV* vengono sì calcolati, ma poi adoperati come “multipli”.

Per quanto riguarda invece i metodi reddituali, sono stati ricondotti a questa categoria sia i metodi che prevedono l'attualizzazione del flusso di reddito per gli azionisti (*Discounted Shareholder Profit*) o degli utili futuri (*Discounted Earnings*), sia quei metodi, per così dire, “euristici”, quali il *Warranty Equity Valuation (WEV)* o il *Required ROE (RR)*. Il *WEV*, infatti, altro non è che un metodo di valutazione in base al quale il valore dell'*equity* è la risultante della seguente semplice formula:

---

<sup>70</sup> In questo studio, una previsione è assunta come accurata se il *target price* è raggiunto ovvero superato entro i 12 mesi successivi alla redazione del report. Un'analoga assunzione viene effettuata anche nel lavoro che si propone in questa sede. Su questo punto si rinvia al capitolo 4.

<sup>71</sup> Sui criteri generali di classificazione si rinvia al capitolo 2, paragrafo 2.2.

<sup>72</sup> A tal proposito si rinvia a Damodaran [2002 A], Guatri e Bini [2005], Copeland e al. [1996].

$$E = (ROE - g) / (COE - g) \cdot P/BV$$

Dove  $E$  esprime il valore del capitale,  $ROE$  è il *Return On Equity*,  $COE$  è il *Cost Of Equity*,  $g$  è il tasso di crescita di lungo periodo e  $P/BV$  esprime il tradizionale rapporto *Price/Book Value*. Il  $RR$  è un metodo del tutto simile al precedente, l'unica differenza risiede nel fatto che  $g$  è assunto pari a zero.

Ancora, per quanto concerne il metodo finanziario, sono stati classificati come tali i modelli che s'ispirano alla logica dell'attualizzazione finanziaria dei dividendi futuri (*Dividend Discounted Model*) o dei flussi di cassa futuri (il noto modello dei *Discounted Cash Flows*).

Per quanto concerne il metodo misto, sono stati specificati due casi: uno relativo all'utilizzo di metodi misti patrimoniali-reddituali, un altro relativo invece all'*EVA* (*Economic Value Added*) in quanto inteso come un metodo misto patrimoniale-finanziario<sup>73</sup>.

Relativamente all'utilizzo dei multipli di mercato, si è invece deciso di considerare separatamente, da un lato, l'utilizzo per così dire più "ingenuo" di detti moltiplicatori, ossia i casi in cui viene effettuato un semplice confronto tra i multipli medi delle società paragonate, presi singolarmente, dall'altro, l'utilizzo dei multipli maggiormente "evoluto" rispetto al precedente che prevede il confronto tra società sulla base di due multipli considerati simultaneamente (attraverso una sorta di semplice regressione)<sup>74</sup>. All'interno poi della prima categoria, si è anche specificato quali multipli l'analista ha utilizzato, ossia: multipli dell'*Enterprise Value*, dell'*Asset Value*, multipli "tradizionali" (quali *Price/Earnings*, *Price/Book Value*, multipli dei depositi, dell'*asset under management* e così via), *PEG* (*Price/Earning-to-growth*) e *PBVG* (*Price/Book Value-to-growth*). All'interno invece della seconda categoria si è indicato quale "coppia" di multipli è stata confrontata (ad esempio, come si vedrà, la coppia *Price/Book Value* e *ROE* ricorre spesso).

---

<sup>73</sup> In alcuni casi, probabilmente, anche quanto classificato come metodo patrimoniale "semplice", laddove l'analista avesse calcolato l'*AV*, si sarebbe potuto intendere come metodo patrimoniale misto a qualcos'altro. Tuttavia, essendo nella quasi totalità dei casi troppo incerto e dubbio il metodo di calcolo utilizzato per determinare l'*AV*, per non inficiare l'analisi di eccessiva soggettività, si è preferito classificare questi casi come metodi patrimoniali "semplici".

<sup>74</sup> Si tratta della distinzione tra impiego di multipli "a una dimensione" e "a due dimensioni" di cui si è discusso nel paragrafo 3.6 del presente capitolo.

Un metodo a sé stante è poi costituito dalla “*sensitivity*”. Con quest’espressione si fa riferimento a quella tecnica con cui l’analista studia l’andamento di una qualsiasi grandezza al variare di un’altra variabile da cui tale grandezza dipende.

Si è successivamente anche precisato se i *report* hanno utilizzato approcci valutativi meramente qualitativi. All’interno di questa categoria sono state ricondotte tutte quelle analisi esplicitamente denominate *SWOT* (*Strength, Weakness, Opportunities and Threats*) o quelle in cui chiaramente l’analista intende sottolineare i punti di forza o di debolezza della società analizzata. Si è voluto inoltre ricondurre a questa categoria l’eventuale utilizzo di “matrici di competitività”. Tuttavia, quest’ultima fattispecie si è presentata solamente in un caso.

Infine, si è anche deciso di indicare separatamente i casi in cui un certo metodo viene applicato dall’analista non all’impresa nel complesso, ma solamente ad una o ad alcune sue *business units*. Ci si riferisce cioè all’approccio noto con l’espressione “*Sum Of The Parts*” (*SOP*). Tale tecnica, che chiaramente non può essere considerata un metodo valutativo, prevede quindi la “scomposizione” della azienda in singole parti; ciascuna parte generalmente corrisponde ai vari rami di attività sviluppati dall’azienda stessa e viene valutata separatamente dal resto, attraverso un preciso metodo valutativo. Il valore totale dell’impresa non è altro che la risultante della somma dei singoli valori individuati per ciascuna parte. E’ chiaro, dunque, che con molta probabilità per valutare l’impresa con detto approccio saranno utilizzati più metodi di valutazione applicati a ciascuna *business unit*.

E’ da precisare, con riferimento alla *Sum Of The Parts*, che in tutti i casi in cui non è stato possibile risalire al preciso metodo adoperato dall’analista, quando egli ricorre a tale approccio, si è proceduto alla classificazione di detti casi come “*SOP non decifrabile*”. Al contrario, nei casi in cui non è stato possibile individuare tutti i metodi adoperati per la valutazione di ciascuna parte, si è classificato solo il metodo che si è ritenuto essere quello prevalente.

Per ciascun *report*, inoltre, dove si è reso possibile, è stato computato anche il numero complessivo di metodi impiegati nello stesso e si è tentato di identificare quale fosse il metodo di valutazione “prevalente” rispetto agli altri criteri valutativi.

Per individuare il criterio valutativo principale, si è seguita una procedura rigorosa in base alla quale si sono classificati come principali solamente i metodi che chiaramente ed oggettivamente rispondevano a detta qualifica.

Seguendo questa impostazione si è dunque deciso, ad esempio, di etichettare come principale quel metodo, seguito anche da altri criteri, che l'analista stesso ha dichiarato essere "metodi di conferma" dei risultati ottenuti in precedenza, oppure i metodi per i quali chiaramente emergeva questa prevalenza anche senza l'espressa dichiarazione dell'analista.

Al contrario, si sono considerati casi di "metodi principali non ricavabili" tutte quelle analisi in cui o lo stesso analista ha determinato un valore-stima della società, ad esempio, pari alla media dei valori ottenuti con più metodi, o non si era in grado di stabilire con sufficiente obiettività il principale tra diversi metodi impiegati. In alcuni casi, anche quando all'interno di un *report* è stato individuato un solo metodo valutativo, si è scelto di non etichettarlo come metodo principale. Questo è accaduto soprattutto con riferimento ai multipli di mercato, spesso citati anche all'interno delle parti discorsive dei *report*. Si è ritenuto, infatti, che in detti casi, la tecnica valutativa "principale" non fosse quella dei multipli di mercato i quali, invece, sono stati impiegati, con ogni probabilità, come supporto argomentativo alle varie osservazioni compiute dall'analista sulla società valutata<sup>75</sup>.

Alla luce di tutte queste considerazioni, è interessante sottolineare che attraverso questo lavoro si è quindi anche proposto un criterio di catalogazione delle analisi il più oggettivo possibile.

### **3.8 I metodi di valutazione: un'analisi per settore**

I risultati riportati nel paragrafo precedente sono in parte supportati da quelli ottenuti dall'analisi empirica compiuta.

---

<sup>75</sup> Questa considerazione è ulteriormente avvalorata dai risultati riportati da Bradshaw [2002].

Con qualche accortezza<sup>76</sup>, è possibile effettuare un confronto tra alcuni risultati presentati da AIAF [2002] con quelli qui ottenuti. A livello generale, secondo AIAF, il metodo dei multipli di mercato, l'*EVA* ed il *DCF* sono i tre metodi più diffusi gli analisti finanziari intervistati. Non altrettanto nel campione qui utilizzato (Tabella 3. 1).

**Tabella 3. 1: Un confronto tra i dati della ricerca AIAF e la presente ricerca**

Metodi di Valutazione	% di utilizzo del metodo	
	Ricerca AIAF	Presente Ricerca
Metodi basati su Multipli	86%	66%
Metodi “ <i>Discounted Cash Flows</i> ”	89%	30%
Metodi “ <i>Economic Value Added</i> ”	40%	3%

Tuttavia, se analizzati per settori, i risultati portano a conclusioni simili: i metodi di valutazione “preferiti” dagli analisti, in via generale, sono i metodi finanziari e il metodo dei multipli di mercato. La preferenza che gli analisti finanziari attribuiscono ai diversi modelli è differente a seconda del settore a cui appartengono le società valutate. Coerentemente ai risultati AIAF [2002] e Demirakos et al. [2004], (Grafico 3. 1):

- a) nel settore industriale, il modello di riferimento si conferma essere, il metodo finanziario, nella forma del *DCF* per più del 90% dei casi. Permane comunque un utilizzo diffuso dei multipli di mercato, spesso combinati ad altri metodi;
- b) nel settore delle *utilities*, la preferenza accordata ai metodi finanziari, ancora prevalentemente nella forma del *DCF*, è elevata, nonostante un impiego massiccio anche dei multipli di mercato;
- c) il settore assicurativo vede invece un abbondante impiego dei metodi patrimoniali che, nell’87% dei casi viene effettuata attraverso la tecnica valutativa *dell’Embedded Value* (supra paragrafo 3.7.1 e paragrafo 3.7.2). La motivazione è da ricercarsi nelle caratteristiche specifiche delle imprese assicurative nelle quali è critica l’identificazione del portafoglio polizze già acquisite e di quelle nuove che assicurano all’impresa ricavi pluriennali crescenti per gli esercizi futuri. Anche in questo caso rimane comunque evidente l’utilizzo massiccio di tecniche che impiegano i multipli di mercato;

<sup>76</sup> La ricerca AIAF, sebbene simile per oggetto d’indagine, differisce da questo studio per: a) approccio adottato, b) tipologia di risultati riportati (supra paragrafo 3.7.1). Un confronto diretto dei dati non può pertanto essere sviluppato, ci si limita quindi a sottolineare analogie e differenze.

d) nel settore bancario, fatta eccezione per i multipli di mercato, i dati non evidenziano un metodo prevalente, ma piuttosto l'utilizzo di una molteplicità di approcci<sup>77</sup>. Questo risultato è coerente con la struttura dei moderni istituti bancari, caratterizzati da business di diversa natura<sup>78</sup>, ai quali in questo modo verrebbe attribuito un valore ottenuto come somma dei singoli valori assegnati a ciascuna *business unit*. L'ipotesi non viene però confermata dai risultati riportati nella Tabella 3. 2<sup>79</sup>.

**Tabella 3. 2: Rapporto tra metodo impiegato all'impresa nel complesso e SOP nel settore bancario**

SETTORE BANCARIO	Metodo Patrim.	Metodo Reddit.	Metodo Finanz.	Metodo Misto	Metodo Multipli "unidimen."	Metodo Multipli "bidimens."
RAPPORTO	0,75	1,22	2,69	0,75	11,86	2,67

Per quanto riguarda i tipi di multipli maggiormente impiegati:

- a) nel caso del criterio "unidimensionale" sono, nella maggior parte dei casi (74.35%)<sup>80</sup>, multipli tradizionali. Gli altri multipli (*PEG*,  $(P/BV)/g$ , *EV* o *AV*) riportano infatti percentuali basse<sup>81</sup>;
- b) nel caso del criterio "bidimensionale", gli analisti impiegano soprattutto (54.87%), il *Price/Book value* (o il *Book Value* direttamente) e il *ROE* delle società stesse.

Aggregando poi alcuni metodi e riducendoli a quattro categorie<sup>82</sup>, i risultati sono quelli sintetizzati dal Grafico 3. 2. L'analisi dei metodi "prevalenti" non fa emergere

<sup>77</sup> Il risultato conferma quanto trovato da AIAF. Tuttavia, la ricerca individua un diverso ordine di preferenza: metodi patrimoniali-reddituali, reddituali, multipli di mercato, *DCF*, *EVA*, *Embedded Value*, patrimoniale.

<sup>78</sup> Si pensi alla molteplicità delle aree di attività di una banca ad esempio: *retail*, risparmio gestito, *investment banking*, e via dicendo.

<sup>79</sup> La tabella riporta il rapporto tra le frequenze d'impiego di ciascun metodo all'impresa nel suo complesso e quelle in cui il metodo è applicato tramite l'approccio *SOP*. Il valore discriminante è 1; se il rapporto è  $> 1$ , allora il metodo è impiegato in misura maggiore all'impresa nel suo complesso, viceversa, se è  $< 1$ , il metodo è impiegato maggiormente con la *SOP*.

<sup>80</sup> Si elimina da questa analisi il settore assicurativo. Il motivo è che con riferimento a questo settore, è spesso difficile distinguere tra i casi in cui l'espressione "EV" esprime l'*enterprise value* e quelli in cui invece indica l'*embedded value*. La percentuale è calcolata rispetto al totale dei report che impiegano i metodi basati sui multipli "unidimensionali".

<sup>81</sup> Questo risultato diverge da quanto trovato da Bradshaw [2002].

particolari differenze rispetto a prima. Un'osservazione interessante riguarda la maggiore incidenza che i metodi basati sui flussi assumono nel settore bancario.

Esaminando ulteriormente i metodi principali, per evitare che un'eccessiva frammentazione dei metodi portasse a conclusioni distorte si sono aggregati ulteriormente i dati. Osservando che l'analisi fondamentale può essere letta come un processo a 5 *step*, Penman [2001]:

1. la conoscenza del business (analisi strategica);
2. l'analisi delle informazioni (di tipo contabile e non contabile);
3. la specificazione, la misura e la previsione dei *payoff* di valore rilevante;
4. la conversione delle previsioni in una valutazione;
5. il trading sulla base della valutazione compiuta.

e che invece, i metodi basati sui multipli richiedono un mercato sempre attivo che fornisca dei prezzi corretti (*fair price*), si è pensato di suddividere i metodi "principali" in due categorie:

- 1) metodi di analisi fondamentale: metodi patrimoniali, finanziari, reddituali e misti;
- 2) metodi basati sui multipli di mercato: metodi basati sui multipli "unidimensionali" e "bidimensionali".

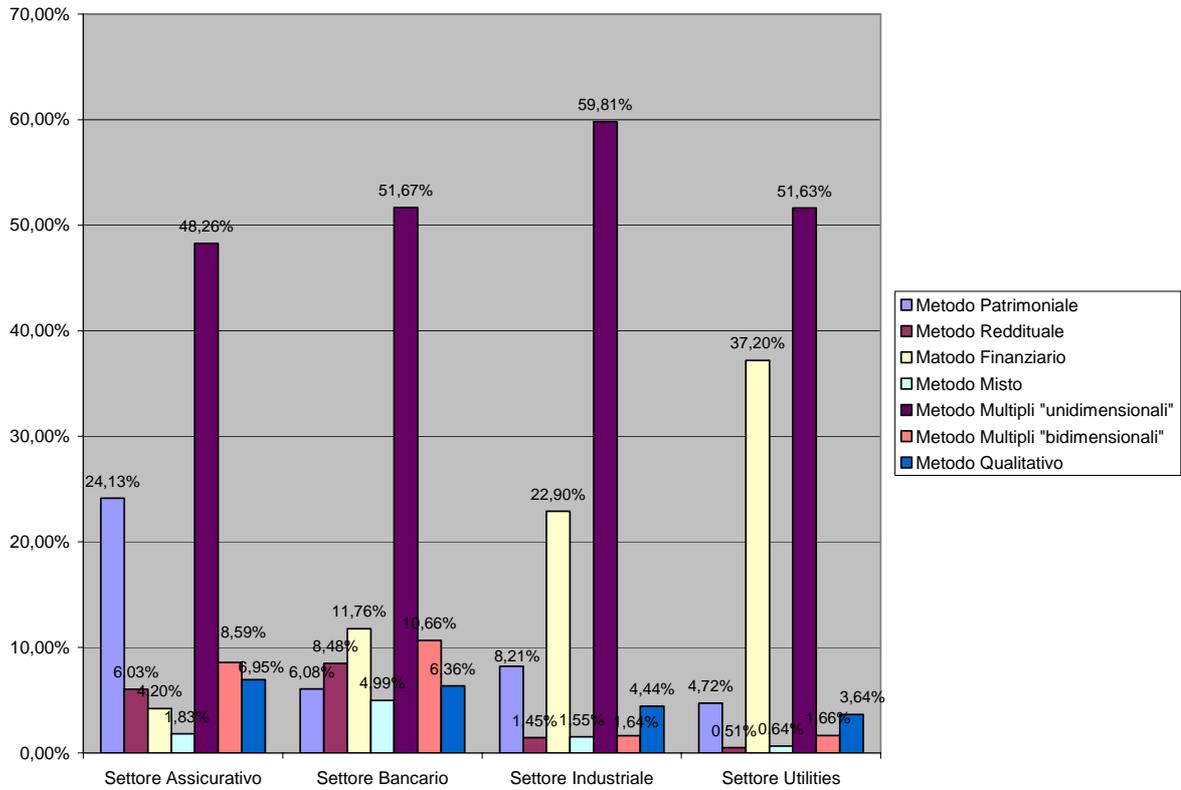
Sulla base di questa suddivisione si sono ottenuti i risultati riportati nel Grafico 3.3, da cui emerge che, fatta eccezione per il settore industriale e in minima parte per quello bancario, è l'analisi fondamentale che sembra guidare il giudizio di valutazione espresso dall'analista<sup>82</sup>. La tecnica dei multipli rimane tuttavia un metodo valutativo molto apprezzato da questi professionisti che, di fronte a settori altamente dinamici e competitivi come quello bancario ed industriale, probabilmente preferiscono dedurre le proprie valutazioni dal mercato piuttosto che effettuare delle stime originali.

---

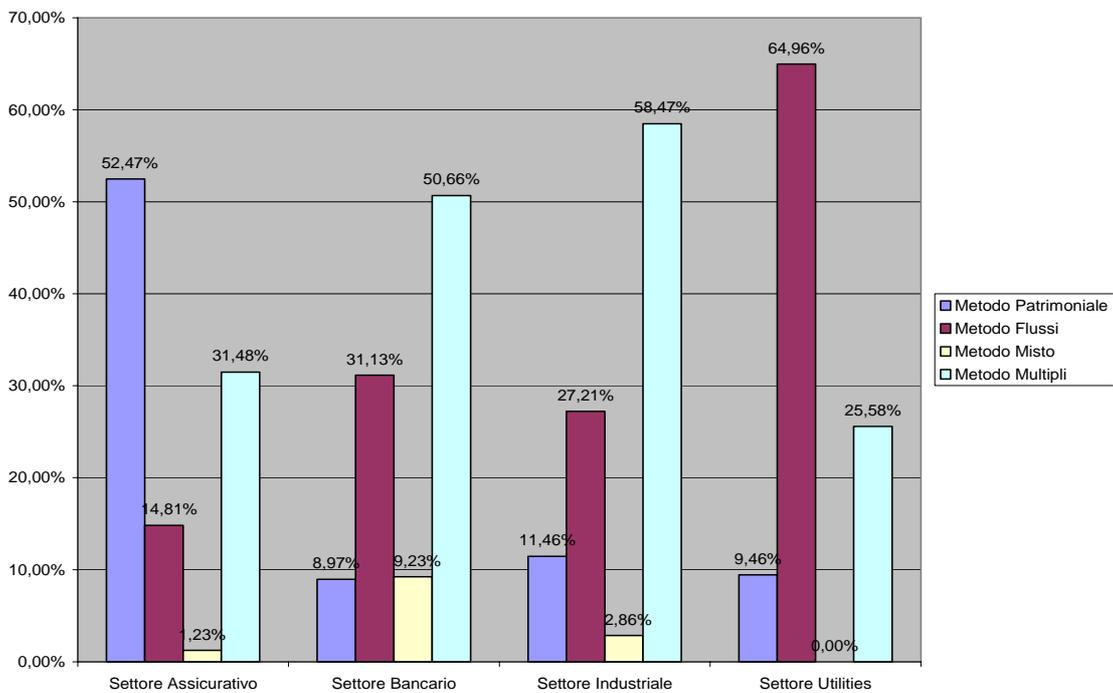
<sup>82</sup> Sulla base dell'"omogeneità", i metodi finanziari e reddituali si sono aggregati nella categoria "metodi basati su flussi", mentre i metodi basati sui multipli "unidimensionali" e "bidimensionali" si definiscono genericamente "metodi basati su multipli".

<sup>83</sup> Come emergerà nell'analisi inferenziale riportata nel capitolo 4, questo risultato non è evidente.

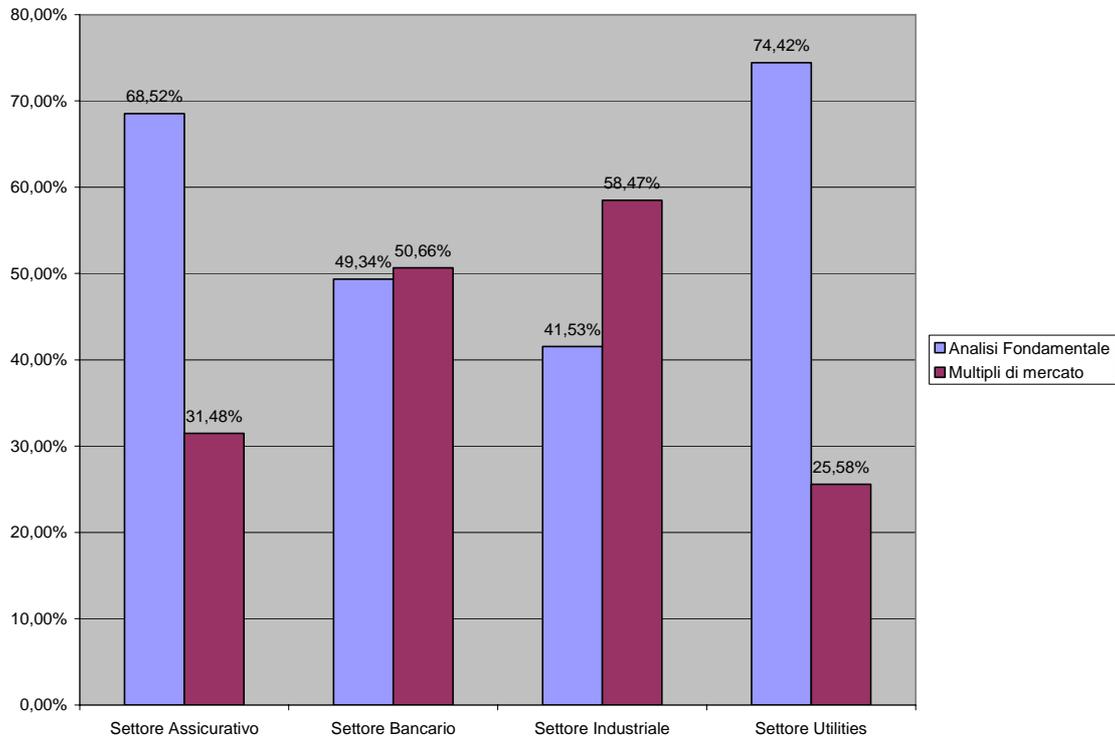
**Grafico 3. 1: Distribuzione % dei metodi complessivamente impiegati tra i settori**



**Grafico 3. 2: Distribuzione % dei metodi complessivamente impiegati tra i settori aggregando i metodi**



**Grafico 3. 3: Distribuzione % dei metodi complessivamente impiegati tra i settori (analisi fondamentale vs multipli di mercato)**



### **3.9 I metodi di valutazione: l'evoluzione temporale**

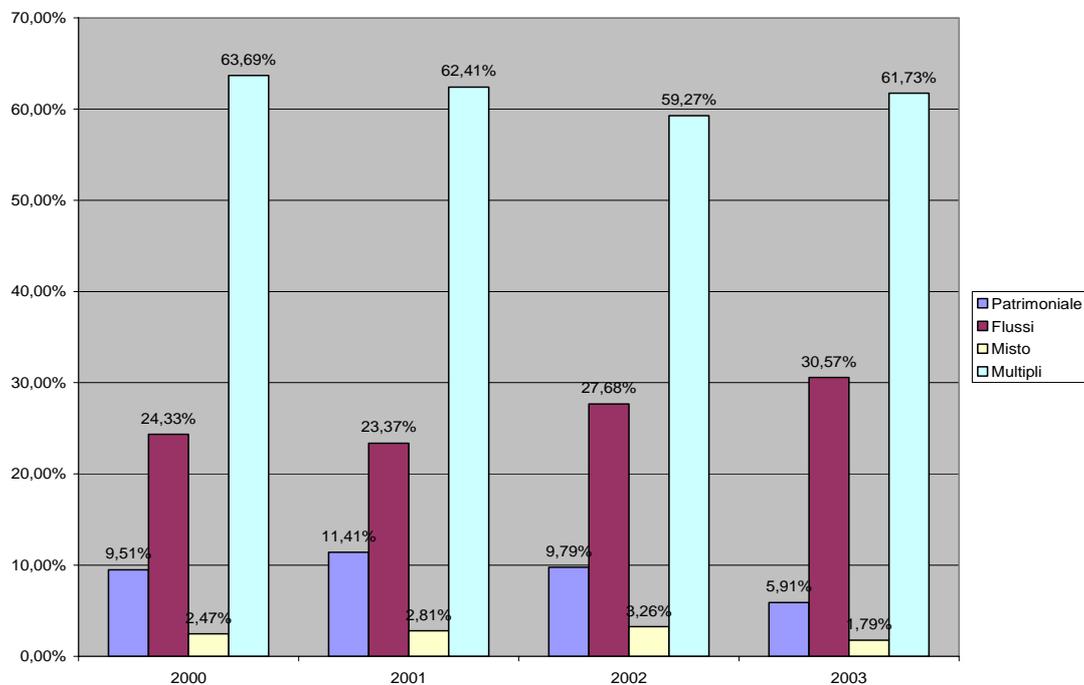
L'analisi della distribuzione temporale dei metodi di valutazione è riportata con riferimento a:

- 1) i metodi complessivamente impiegati (Grafico 3. 4);
- 2) i metodi principali aggregati nelle due macrocategorie: analisi fondamentale *versus* multipli di mercato (Grafico 3. 5).

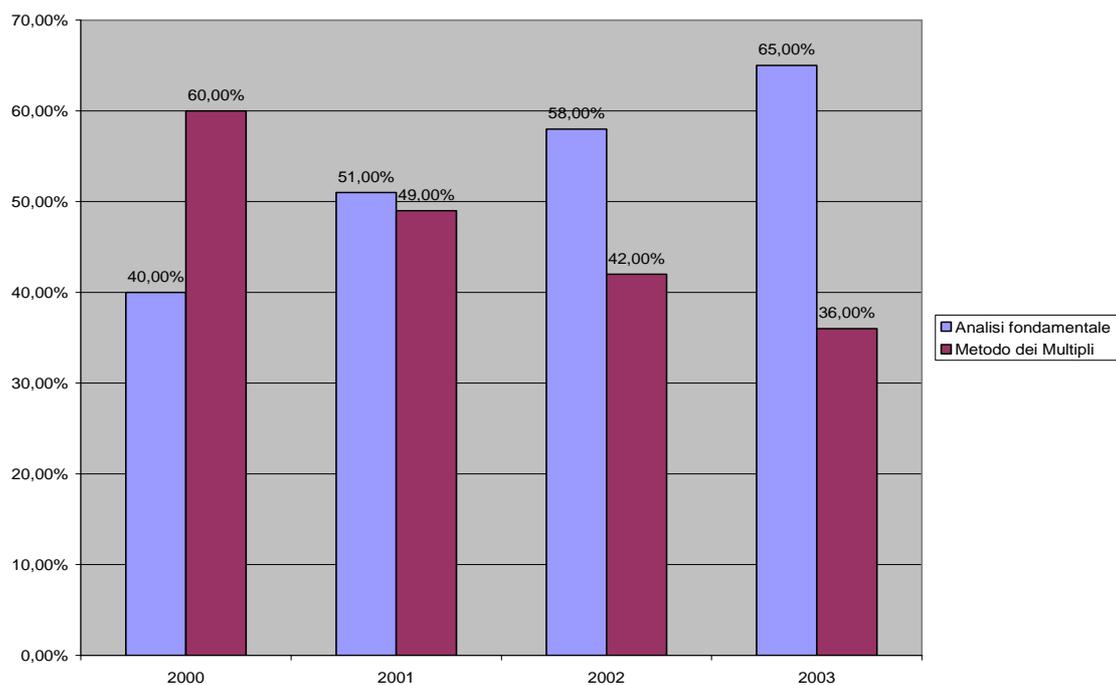
Dal confronto tra i due grafici si osserva che gli analisti finanziari non hanno modificato in modo evidente le proprie abitudini in termini di scelte valutative generali, ma hanno cambiato le loro preferenze relative ai metodi di valutazione principali. Nel corso degli anni, il ricorso all' analisi fondamentale è infatti aumentato del 25%, mentre l'impiego

dei multipli di mercato come metodi “principali” è progressivamente diminuito, quasi dimezzandosi.

**Grafico 3. 4: La distribuzione temporale dei metodi di valutazione complessivamente impiegati**



**Grafico 3. 5: La distribuzione temporale dei metodi di valutazione metodi principali aggregati nelle due macrocategorie: analisi fondamentale versus multipli di mercato**



Questo trend è coerente con le dinamiche del mercato. A seguito dell'esplosione della bolla speculativa, è probabilmente emersa l'incapacità del mercato di fare meglio dell'analista. L'ipotesi è ulteriormente sostenuta anche da una analisi *cross sectional* tra i settori e l'anno di redazione dei report dalla quale emerge che:

- Nel 2000, il settore delle *utilities* è il solo in cui l'analisi fondamentale supera i multipli di mercato in termini di utilizzo;
- Nel 2001, solo il settore industriale e bancario presentano ancora un ampio uso dei multipli di mercato
- Nel 2003, l'analisi fondamentale è l'approccio maggiormente diffuso in tutti e quattro i settori considerati.

Questo risultato è rimasto valido anche dopo aver verificato un eventuale “effetto broker”. Con questa espressione si fa riferimento alla possibilità che i vari cambiamenti ora sottolineati siano dipesi semplicemente da una variazione della composizione degli analisti di riferimento: alcuni broker, utilizzatori dei multipli di mercato, potrebbero essere entrati nel *dataset* mentre altri, amanti dell'analisi fondamentale, usciti. Per tener conto di questo effetto si è quindi “chiuso” il *dataset* e si è ripetuta l'analisi (si veda Bertinetti et al. [2006])<sup>84</sup>, che ha confermato l'effettivo cambiamento intervenuto nelle scelte degli analisti.

### **3.10 Le stime degli input dei modelli: i tassi di crescita dei dati fondamentali**

La stima della crescita dei dati fondamentali ( $g$ ) è uno degli input più rilevanti di tutte le valutazioni basate sull'attualizzazione di flussi prospettici di risultato. Tre sono le principali modalità per stimare i tassi di crescita.

Un primo approccio possibile è quello di analizzare il tasso di crescita storico, ovvero la crescita che le grandezze fondamentali di riferimento (ad esempio gli utili o i ricavi) hanno registrato negli ultimi anni, [Damodaran, 2002 A, 124]. Sebbene il calcolo di un tasso di crescita storico possa sembrare piuttosto banale, in realtà non lo è affatto

---

<sup>84</sup> La procedura è stata quella di:

1. distinguere, sulla base di alcuni criteri, tra broker “attivi” e “non attivi”;
2. calcolare per ciascun broker il rapporto tra numero di report basati sui multipli di mercato e numero di report in cui fosse individuabile il metodo principale;
3. analizzare la distribuzione del rapporto sia per i broker “attivi” che per quelli “non attivi”.

dal momento che dipende da alcuni fattori che ne complicano la stima. Ad esempio, il tasso di crescita passata dipenderà dal tipo di media impiegata (aritmetica o geometrica)<sup>85</sup>, dal fatto che si guardi ad un tasso semplice o composto, dalla presenza di perdite nette<sup>86</sup> e via dicendo. I tassi di crescita così determinati, ovvero adottando una prospettiva “storica”, sono certamente utili per prevedere la crescita futura, ma non sembrano essere dei buoni indicatori. In un’indagine mirata allo studio della relazione tra tassi di crescita passata e futura, ad esempio Little [1962], evidenzia l’assenza di correlazione nella crescita delle imprese tra un anno e l’altro.

Un’alternativa ai dati storici è offerta dalle previsioni sulla crescita degli utili che gli analisti finanziari effettuano e rendono pubbliche periodicamente. Sebbene sia ben documentata la qualità di tali previsioni nel breve termine (si veda ad es. Crichfield e al. [1978] o O’Brien [1988]), analizzando il lungo periodo, orizzonte temporale che maggiormente interessa in tema di valutazione d’azienda, non emergono prove evidenti e significative della superiorità delle previsioni degli analisti rispetto ai dati storici. Questi risultati sembrano essere contro intuitivi dal momento che potendo l’analista disporre di maggiori informazioni, ci si aspetterebbe anche l’elaborazione di previsioni migliori rispetto all’impiego di dati storici<sup>87</sup>.

Infine, un terzo approccio, in accordo con Damodaran, considerato il più valido, [Damodaran, 2002 A, 137], è quello che considera il tasso di crescita come una variabile endogena, funzione dei reinvestimenti dell’impresa in crescita futura e della qualità dei reinvestimenti stessi<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> Come evidenziato da Damodaran [2002 A] i tassi di crescita ottenuti come media aritmetica sono maggiori rispetto a quelli calcolati con la media geometrica, sia nel caso si considerino i ricavi che nel caso si guardi all’*EBITDA* (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) o all’*EBIT*. La media geometrica, inoltre, fornisce una stima più coerente con l’andamento delle suddette grandezze, [Damodaran, 2002 A, 126].

<sup>86</sup> Le stime del tasso di crescita storica in presenza di perdite sono distorte. La media geometrica non può essere calcolata qualora gli utili all’inizio dell’intervallo temporale siano negativi o nulli. Esistono varie tecniche per stimare la crescita in presenza di perdite, [Damodaran, 2002 B], i tassi ottenuti non sono comunque misure attendibili della crescita passata.

<sup>87</sup> Per quanto concerne le previsioni degli analisti si rinvia al capitolo 4 che analizza tale problematica in modo più approfondito. Sebbene infatti le previsioni e le stime dei dati fondamentali siano qui da menzionare in quanto input fondamentali dei processi di stima, secondo la prospettiva assunta dal presente lavoro, esse sono anche uno degli output dei report degli analisti finanziari. Per questo motivo il tema troverà un miglior analisi nei paragrafi successivi.

<sup>88</sup> Per una trattazione compiuta della tecnica, si rinvia a Damodaran [2002 A].

### 3.11 Le stime degli input dei modelli: i tassi di attualizzazione

#### 3.11.1. I modelli teorici

La stima del costo del capitale, spesso definito come costo dell'*equity* ( $K_e$ ) o costo medio ponderato dei capitali investiti ( $WACC$ ), rappresenta un momento fondamentale del processo di valutazione. I criteri fondati sui flussi di risultato si basano sempre su un processo di attualizzazione facendo coincidere il valore dell'impresa con il valore attuale dei flussi di cassa attesi dagli azionisti (e dai finanziatori a titolo di debito). La funzione principale del tasso di attualizzazione è quella di esprimere il costo opportunità del capitale, ovvero la remunerazione cui i soggetti che investono nell'impresa rinunciano mantenendo il proprio investimento anziché intraprendere investimenti alternativi di pari rischio.

La determinazione del tasso di attualizzazione nei processi di valutazione, proprio per la funzione a cui tale tasso deve assolvere, richiede una relazione tra rischio e rendimento. La sua stima richiede innanzitutto che si individui una misura di rischio. In finanza esistono alcuni modelli teorici che consentono di quantificare il trade-off tra rischio e rendimento atteso. Tali modelli sono tutti accomunati dalla stessa nozione di rischio, concepito come la varianza del rendimento effettivo rispetto al rendimento medio atteso. Secondo questi modelli, il rischio rilevante che va compensato attraverso il rendimento è solo quello "di mercato", detto anche rischio non diversificabile, ovvero determinato dal sistema e indipendente dalle caratteristiche proprie dell'azienda in cui si è investito<sup>89</sup>.

Tra i modelli più famosi vi sono il tradizionale *Capital Assets Pricing Model* ( $CAPM$ )<sup>90</sup> e l'*Arbitrage Pricing Model* ( $APT$ ), introdotto<sup>91</sup> come alternativa più generale al  $CAPM$ , ma come si avrà modo di vedere più avanti, scarsamente utilizzato.

---

<sup>89</sup> I modelli rischio-rendimento poggiano tutti sull'ipotesi che il rischio venga misurato per un investitore marginale che disponga di un portafoglio ben diversificato. Il rischio che va considerato è solo quello "eccedente" rispetto ad un portafoglio ben diversificato.

<sup>90</sup> Markovitz [1959] gettò le basi del  $CAPM$  sostenendo che, di fronte a un problema di selezione di portafoglio, a parità di varianza dei rendimenti, la scelta ottima di un investitore dovrebbe ricadere sul portafoglio contraddistinto dal rendimento più elevato. Successivamente Sharpe [1964] e Lintner [1965] lavorarono sull'impianto di Markovitz per derivarne le implicazioni economiche. In sintesi, essi sostengono che, in assenza di frizioni di mercato e, qualora gli investitori siano caratterizzati da aspettative omogenee e detengano portafogli efficienti, per così dire, "alla Markovitz", allora il portafoglio di mercato sarà esso stesso un portafoglio efficiente secondo il criterio media-varianza. La versione che viene considerata in questa sede è la derivazione di Sharpe-Lintner che assume l'esistenza nel mercato dei capitali di un tasso *riskfree* a cui è possibile prendere e dare a prestito. Black [1972]

La relazione di base del *CAPM* è la seguente:

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

dove  $\beta$  è lo stimatore *OLS* ottenuto dal modello di mercato dell'*excess-return*, ovvero<sup>92</sup>:  $E(R_i) = \alpha_{im} + \beta_{im} E(R_m)$ .

Si tratta dunque di un modello statico e lineare di previsione del costo dell'*equity* ( $K_e$ ) che si basa su un articolato sistema di ipotesi, sia riguardanti il comportamento dell'investitore, sia relative alle modalità di funzionamento dei mercati finanziari<sup>93</sup>, che rendono spesso dubbia l'applicabilità del modello in questione<sup>94</sup>.

L'*APT* invece, oltre a non richiedere l'identificazione del portafoglio di mercato, tiene anche conto di molteplici fattori di rischio<sup>95</sup>. Il modello in parola, ipotizzando che i mercati siano competitivi e senza alcun tipo di frizione, prevede che il rendimento atteso dell'attività  $i$ -esima risulti dalla seguente equazione<sup>96</sup>:

$$R_i = ai + bif + ei$$

Dove  $ai$  rappresenta l'intercetta del modello,  $bi$  è il "fattore di sensitività" del rendimento rispetto ai fattori di rischio inclusi nel vettore  $f$ ,  $ei$  è il termine di disturbo [Campbell, 1997, 220]<sup>97</sup>.

Altri modelli che mettono in relazione il rischio e il rendimento sono i modelli di regressione che collegano il rendimento effettivo dei titoli con le caratteristiche "quantificabili" dell'impresa, come ad esempio la sua capitalizzazione di mercato. Utilizzando dati storici, l'equazione di regressione consente di pervenire ad una stima della suddetta relazione e quindi del costo del capitale netto dell'impresa.

---

derivò invece una versione più generale del modello applicabile in caso di assenza dell'attività priva di rischio.

<sup>91</sup> Ross [1976].

<sup>92</sup> Per maggiori dettagli statistici ed econometrici si rinvia a Campbell et al. [1997].

<sup>93</sup> Per ciò che concerne gli investitori, essi devono essere avversi al rischio e possedere come obiettivo la massimizzazione della propria utilità adottando come criterio selettivo degli investimenti il criterio media-varianza (si veda nota 9). Le distribuzioni dei rendimenti sono inoltre assunte normali e le funzioni di utilità dei singoli operatori quadratiche.

<sup>94</sup> Per un'analisi approfondita della tematica si rinvia ad esempio a Elton e Gruber [1995], Copeland e Weston [1994] o Brealey, Myers, Sandri [1999].

<sup>95</sup> Il *CAPM* è invece un modello "a un solo fattore".

<sup>96</sup> Per un'analisi della rilevanza empirica del modello si veda ad esempio Dhrymes et al [1984]. Si veda Campbell et al. [1997].

<sup>97</sup> Chiaramente, l'implementazione di tale modello, come nel caso del *CAPM*, richiede che si stimino gli input di riferimento. Per una trattazione teorica approfondita della tematica si rinvia a Campbell [1997], mentre, tra i numerosi studi empirici condotti a tal riguardo si citano a titolo di esempio Lehmann et al [1988], Connor e Harris [1988].

L'*equity* è certamente un fattore indispensabile, ma non unico nella struttura finanziaria di un'impresa. Spesso, infatti, le imprese ricorrono al capitale di debito come importante fonte di finanziamento. Il costo del capitale deve quindi tener conto anche di altre fonti di finanziamento. Si fa riferimento alla versione del costo del capitale nota come *WACC* (*weighted average cost of capital*), media ponderata del costo delle varie fonti di finanziamento utilizzate dall'impresa. L'algoritmo di calcolo è il seguente:

$$K_e * E/K + K_d * D/K$$

dove: *E* è il capitale proprio; *D* è la posizione finanziaria; *K* è il capitale investito ( $K = D + E$ );  $K_e$  è il costo del capitale proprio;  $K_d$  è il costo dei debiti finanziari<sup>98</sup>.

Come si può osservare dagli algoritmi sopra indicati, i modelli rischio-rendimento necessitano di tre input fondamentali: il tasso privo di rischio ( $R_f$ ), il beta dello specifico titolo considerato ( $\beta_i$ ) e il premio per il rischio rispetto al portafoglio di mercato (*MRP*).

### **3.11.2 Il tasso risk-free**

Per quanto concerne il tasso privo di rischio, esso è il tasso collegato a investimenti che si contraddistinguono per:

- a) assenza di rischio di *default*;
- b) tassi di rendimento a cui vengono reinvestiti i flussi di cassa intermedi noti con certezza<sup>99</sup>.

Una soluzione è quindi impiegare il tasso di un titolo di Stato. Scegliere un tasso a breve termine rappresenterebbe effettivamente un rendimento privo di ogni forma di rischio sebbene la scelta di un tasso di medio-lungo termine risulti però più coerente con il processo valutativo che, per natura, impiega un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Sebbene alcuni studiosi sostengano l'applicabilità di entrambe le opzioni, nella pratica degli analisti finanziari, sia osservando il mercato statunitense, sia quello italiano, l'impiego dei tassi di rendimento dei titoli del Tesoro a medio-lungo termine è decisamente preferito rispetto ai tassi a breve termine<sup>100</sup>.

---

<sup>98</sup> I pesi assegnati devono basarsi sul valore di mercato del debito e delle azioni. Il calcolo del valore di mercato del capitale netto è agevole in quanto è dato dal prodotto tra il prezzo azionario e il numero di azioni in circolazione. Il calcolo del valore di mercato del debito è invece solitamente più complesso dal momento che sono poche le aziende ad avere debito rappresentato da obbligazioni negoziate sul mercato.

<sup>99</sup> Per una trattazione concisa, ma efficace della questione si rinvia a Cotta Ramusino e Rinaldi [2003], cap 7.

<sup>100</sup> Le ricerche AIAF del 1999 e del 2002 [Ambrosetti Stern Stewart Italia - AIAF, 1999 e 2002] condotte per il mercato italiano evidenziano la preferenza accordata quasi all'unanimità per i tassi dei titoli di Stato

### 3.11.3. Il beta

Per ciò che invece concerne il beta (o i beta), ovvero il parametro che misura la rischiosità dell'investimento all'interno dei modelli considerati, vanno precisati alcuni concetti in parte già accennati in precedenza. Innanzitutto occorre ricordare che il  $\beta$  è una misura del rischio aggiuntivo che il titolo apporta ad un portafoglio diversificato e quindi non indica una rischiosità "totale". In secondo luogo, il beta è una misura relativa di rischio e come tale è standardizzato a 1. Per la stima del parametro, una certa parte della teoria accademica (ad esempio Blume, [1991]) suggerisce di adottare un beta prospettico, in grado di catturare l'incertezza dei flussi di cassa futuri prodotti dall'impresa. Tuttavia, la difficoltà di stima fa sì che spesso si ricorra invece a dati storici. La letteratura a riguardo può essere distinta in due differenti approcci: uno *top down*, uno *bottom up*. La prima procedura altro non è che una semplice regressione lineare tra il rendimento del titolo *i*-esimo rispetto al rendimento di un indice di mercato all'interno di un certo periodo di tempo in cui il  $\beta$  è assunto essere il coefficiente da stimare. In termini analitici:

$$R_i = a + \beta R_m$$

In questo caso, per specificare i termini del modello, occorre tener presente una regola generale, ovvero effettuare delle scelte e dotarsi di criteri che consentano di raccogliere quante più informazioni possibili. Per quanto riguarda l'orizzonte temporale prescelto per operare la stima, seguendo il principio proposto, andrebbe adottato un periodo sufficientemente ampio sebbene in questo modo si corra il rischio di tener conto di momenti storici talmente lontani in cui l'assetto della società considerata era completamente differente da quello corrente. Per quanto invece riguarda il calcolo dei rendimenti, scartata l'opzione di impiegare rendimenti annuali, proprio per il problema relativo alla numerosità dei dati, si possono alternativamente scegliere i rendimenti giornalieri<sup>101</sup>, settimanali o mensili. Infine, nella specificazione dell'indice di mercato di

---

decennali. L'analisi di Bruner et al. [1998] condotta invece nel mercato statunitense fa emergere una larga diffusione dell'impiego di titoli di Stato addirittura trentennali.

<sup>101</sup> L'impiego dei rendimenti giornalieri può essere inficiato dal cosiddetto *trading bias*, fenomeno legato alla circostanza che un titolo può anche non essere negoziato durante un'intera giornata. Se, infatti, i titoli non sono sufficientemente trattati nel mercato, può accadere che per un certo *range* di calcolo, il dato ricercato non sia disponibile. Il risultato di questo fenomeno, noto anche come "trattazione asincrona" è una sottostima della correlazione del titolo con il portafoglio di mercato. A tal proposito si rimanda a Damodaran [2002 A] e a Scholes e Williams [1977].

riferimento, la logica più opportuna sarà quella di assumere come indicatore l'indice maggiormente rappresentativo del mercato nel quale il titolo viene negoziato.

In definitiva, non esiste una regola oggettivamente corretta per determinare il beta richiesto dai modelli rischio-rendimento. Potrà piuttosto rinvenirsi la logica più o meno opportuna ed adeguata per il singolo caso considerato.

Con riferimento al secondo approccio, invece, quello definito *bottom-up*, la stima del beta sottende una logica di fondo basata sulla scomposizione del parametro in tre componenti, ovvero:

- a) il tipo di attività svolta dall'impresa;
- b) la leva operativa;
- c) la leva finanziaria.

Il beta calcolato con riferimento ai prezzi di mercato è un coefficiente che riassume in sé tutti i rischi dell'impresa considerata, sia operativi che finanziari, ovvero dipenderà da tutti e tre i fattori citati. L'approccio *bottom-up* perviene alla stessa stima finale di beta, ma adottando una modalità differente. La procedura in parola parte dall'individuazione delle diverse attività intraprese dall'azienda e dalla stima di un beta "*unlevered*", un beta espressivo del solo rischio operativo, ovvero "di una situazione in cui l'impresa operi in assenza di indebitamento", [Cotta Ramusino, 542, 2003], per ciascuna attività. Successivamente va calcolato il beta *unlevered* dell'impresa ( $\beta_u$ ), media ponderata dei beta delle singole attività, e infine si stima il beta *levered* ( $\beta_l$ ) utilizzando quello *unlevered* e il rapporto di indebitamento (*Debito/Equity*) dell'impresa analizzata. In termini analitici:

$$\beta_l = \beta_u (1 + (1-t) (D/E))$$

dove si tiene conto della deducibilità degli oneri finanziari ( $t$  rappresenta infatti l'aliquota d'imposta).

#### **3.11.4. Il premio per il rischio di mercato**

Il premio per il rischio di mercato è la misura del rendimento addizionale richiesto dagli investitori per il fatto di aver investito il proprio denaro su un'attività rischiosa anziché in uno privo di rischio.

Anche ai fini della stima del premio per il rischio si pongono due differenti opzioni che fanno riferimento a due differenti nozioni di premio per il rischio:

a) un premio per il rischio “normale”, stimato sulla base di serie storiche di lungo periodo;

b) un premio per il rischio “implicito”, che viene calcolato in un certo istante sulla base dei prezzi di mercato.

Lo scopo del primo dei due suddetti approcci è quello di determinare il premio per il rischio calcolandolo come una differenza tra il rendimento medio di mercato rispetto ai rendimenti realizzati, quindi effettivamente conseguiti, dei titoli di stato a breve termine e rispetto a quelli realizzati dei titoli di stato a media-lunga scadenza.

Affinché i risultati ottenuti siano solidi e fondati, come già precisato sopra, è necessario che si utilizzino serie storiche piuttosto lunghe e questo non sempre è fattibile per vari ordini di ragioni, quali, ad esempio, la presenza di mercati relativamente giovani per i quali è impossibile reperire delle serie storiche molto lunghe<sup>102</sup>, o di mercati che possono presentare delle discontinuità non trascurabili nei dati<sup>103</sup>, o ancora, del differente ruolo e peso assunti dai mercati finanziari nei diversi paesi<sup>104</sup>. Tuttavia, se un orizzonte temporale piuttosto esteso garantisce la significatività statistica dei dati, spesso, periodi di tempo eccessivamente lunghi possono comunque condurre ad una stima distorta del parametro, sottovalutando l’impatto che alcuni fattori, come ad esempio il miglioramento della comunicazione finanziaria o della tecnologia, hanno avuto sulla diminuzione totale della volatilità dei mercati azionari. Infine, una problematica ancora dibattuta è quella relativa alla scelta del tipo di media dei rendimenti da calcolare: media aritmetica o geometrica<sup>105</sup>. I sostenitori della media aritmetica sostengono che essa sia l’indicatore più appropriato, per due ordini di ragioni. Se da un lato, la media aritmetica permetterebbe di calcolare dei rendimenti che remunerano completamente l’investitore, dall’altro lato, la media geometrica attenuerebbe la variabilità dei rendimenti [AA.VV., 2002, 22]. D’altro canto, i sostenitori della media geometrica, ritengono che l’impiego della media aritmetica sia improprio dal momento che conduce ad una sovrastima dei rendimenti attesi su lunghi

---

<sup>102</sup> Si pensi ad esempio ai mercati dei “paesi emergenti” che solo da poco sono stati inseriti nei sistemi di allocazione del capitale internazionali.

<sup>103</sup> Si fa riferimento a particolari eventi, come ad esempio le guerre o cambiamenti nelle politiche economiche del governo.

<sup>104</sup> Si pensi ad esempio al modello anglosassone in contrapposizione a quello giapponese. [Cotta Ramusino, 2003, 495-496].

<sup>105</sup> Mentre la media aritmetica è semplicemente la media dei rendimenti annui nel periodo considerato, la media geometrica è invece il rendimento annuo composto per lo stesso arco temporale di riferimento.

periodi di tempo, [Damodaran, 2002 A, 55]. Indro e Lee [1997] raccomandano invece l'utilizzo di una media ponderata con i pesi sul premio "geometrico" che crescono al crescere dell'orizzonte temporale [Damodaran, 2002 A].

L'alternativa prevista per determinare il premio per il rischio è quella che prevede di utilizzare le informazioni presenti nel mercato finanziario ricavando un premio per il rischio implicito nei prezzi di mercato. Questo tipo di approccio si basa sull'assunzione di base che la valutazione del mercato sia corretta. Il punto di partenza di questo metodo è la relazione che esprime il prezzo di equilibrio di una azione, nota anche come modello di Gordon. In termini analitici:

$$P = D / (r - g)$$

Dove  $P$  è il prezzo di un titolo (o di un portafoglio di titoli fino a comprendere il mercato nel suo complesso),  $D$  è il dividendo pagato o atteso,  $r$  rappresenta il rendimento di equilibrio preteso da un investitore razionale sul titolo (o sul portafoglio o sull'indice di mercato)<sup>106</sup>,  $g$  è il tasso di crescita dei dividendi del titolo (del portafoglio titoli o dell'indice di mercato considerato).

Ipotizzando di utilizzare l'indice di mercato e quindi impiegando  $b=1$ , è possibile riscrivere l'equazione sopra indicata come<sup>107</sup>:

$$(Rm - Rf) = D / P - Rf + g$$

Dove  $Rm - Rf$  indica proprio il premio per il rischio che si cercava.

A titolo di esempio, di seguito si riportano i dati relativi alla dimensione del premio per il rischio di alcuni tra i maggiori mercati finanziari, calcolato sia rispetto ai titoli del tesoro a medio lungo termine, sia a breve termine, per differenti orizzonti temporali (Tabella 3. 3).

---

<sup>106</sup> Tale tasso viene definito utilizzando la formula del *CAPM*, ovvero:  $Ri = Rf + b(Rm - Rf)$ .

<sup>107</sup>  $Rf$  viene recuperato secondo una delle modalità esposte poco sopra.

Per quanto riguarda  $D$ , il *dividend yield* può facilmente essere recuperato in quanto dato dal rapporto tra i dividendi pagati dalle società quotate sul mercato (comprese nell'indice prescelto) e la capitalizzazione complessiva del mercato (quindi, in questo caso, le società comprese nell'indice).

$g$  è oggetto di stima da parte degli analisti finanziari. Le loro stime vengono generalmente raccolte e rese pubbliche da società che forniscono questo tipo di servizi informativi, divulgando il cosiddetto *consensus*, ovvero la media delle previsioni comunicate dalle istituzioni finanziarie maggiormente attive nel settore di riferimento.

**Tabella 3. 3: I premi per il rischio in alcuni dei maggiori mercati calcolato rispetto ai titoli del tesoro a medio-lungo termine (M/L) o a breve su differenti orizzonti temporali.**

<b>Premi per il rischio per differenti categorie di titoli</b>		<b>1970-2000</b>	<b>1980-2000</b>	<b>1990-2000</b>
<b>USA</b>	M/L	3.0	4.0	4.3
	Breve	5.6	8.2	9.2
<b>UK</b>	M/L	3.5	3.6	0.4
	Breve	5.6	7.3	4.8
<b>ITALIA</b>	M/L	0.5	4.4	-1.9
	Breve	3.1	8.8	4.4
<b>GERMANIA</b>	M/L	2.1	5.4	2.3
	Breve	4.0	7.2	4.4
<b>FRANCIA</b>	M/L	2.1	4.5	2.9
	Breve	7.1	9.9	5.7
<b>GIAPPONE</b>	M/L	0.6	-1.8	-11.9
	Breve	3.6	2.0	-8.5

Fonte: Dimson e al. “*Triumph of the Optimists*”, Princeton University Press, 2002

### **3.12 La prassi seguita dagli analisti finanziari: alcune evidenze empiriche**

#### **3.12.1. L'indagine AIAF**

Secondo le due indagini più volte citate (v.supra paragrafo 3.7) e condotte dall’AIAF [Ambrosetti Stern Stewart Italia - AIAF, 1999 e 2002], il *CAPM* è il modello generale di riferimento degli analisti finanziari. Nonostante infatti le ipotesi “rigide” su cui si fonda e le anomalie rilevate in sede empirica, gli analisti non individuano alternative migliori nell’individuazione della relazione rischio rendimento. L’utilizzo di dati storici sembra inoltre preferito rispetto a quelli previsionali, tanto nel calcolo del  $\beta$  quanto nella misurazione del *risk premium*.

In riferimento al beta, alcune tendenze riscontrate nell’attività degli analisti sono le seguenti:

- a) con riferimento all’orizzonte temporale di riferimento, le preferenze sono per orizzonti temporali che vanno da 1 a 5 anni, sebbene la maggior parte degli analisti non si spinga oltre i 2 anni;

- b) con riferimento invece alla frequenza delle osservazioni, la tendenza rilevata è quella di rilevare rendimenti settimanali anziché mensili o addirittura giornalieri;
- c) relativamente alla scelta del paniere di riferimento, la preferenza degli analisti è quella di impiegare indici italiani (*Mibtel* e *Mib30*) e indici settoriali o a un paniere di *peer*<sup>108</sup>. Il beta dunque non viene sempre stimato facendo ricorso ad un indice altamente diversificato, come invece imporrebbe la teoria economica (si veda ad esempio Sharpe [1963]). Sebbene l'utilizzo del *Mibtel* garantisca infatti una certa diversificazione, il *Mib30* permette di focalizzarsi sui titoli più liquidi e l'utilizzo di un paniere di *peer* riflette invece il business della società;
- d) un'ulteriore considerazione riguarda la scelta del mercato domestico come mercato di riferimento. Se infatti l'utilizzo del mercato domestico è logicamente corretto per definire il rischio di un investitore nazionale, nel caso di un investitore *cross border*, il fattore di rischio dovrebbe riflettere un paniere internazionale ([Ambrosetti Stern Stewart Italia - AIAF, 2002], Cotta Ramusino [2003]);
- e) spesso gli analisti finanziari non calcolano internamente il beta delle società che si apprestano a valutare, ma piuttosto preferiscono ricorrere a stime fornite da fonti esterne, come ad esempio Bloomberg che pare anche essere la fonte maggiormente utilizzata<sup>109</sup>.

Per quanto riguarda invece il *market risk premium*:

- a) in pochi anni è intervenuto un cambiamento nella modalità di calcolo del premio per il rischio: nel 1999 la maggior parte degli analisti recuperava le stime effettuate dalla Banca d'Italia per il *MRP* [Ambrosetti Stern Stewart Italia - AIAF, 1999]. Nel 2002, invece, meno della metà degli analisti intervistati dichiara di non utilizzare questo dato [Ambrosetti

---

<sup>108</sup> Entrambe le ricerche *AIAF* considerate, evidenziano la netta preponderanza dell'utilizzo del mercato italiano come mercato di riferimento. Nel 2002 infatti, il 43% degli analisti dichiara di utilizzare come paniere di riferimento il *Mibtel*, il 20% preferisce il *Mib30*, l'11% impiega l'indice di riferimento del paese ospitante l'impresa da valutare, il 24% sceglie un paniere di *peer*.

<sup>109</sup> Solo il 20% circa degli analisti intervistati dichiara infatti di effettuare il calcolo del beta internamente. Una percentuale analoga si riscontra anche nello studio condotto sul mercato statunitense da Bruner et al. [1998].

Stern Stewart Italia - AIAF, 2002]. La maggioranza, infatti, lo calcola internamente.

- b) Il valore più frequentemente utilizzato è 3.5%, rispetto ad altre misure quali 4% o 4.5%, valori nettamente differenti da quelli impiegati nel mercato statunitense. Dallo studio condotto nel mercato americano, infatti, i *MRP* sono compresi in un *range* decisamente più elevato che va dal 5% all'8%.

### **3.12.1. Lo studio empirico**

Nello studio empirico del presente capitolo si sono analizzati alcuni input dei modelli di valutazione che gli analisti finanziari impiegano nei propri report, quali:

- a) i tassi e i premi per il rischio di mercato;
- b) l'estensione temporale delle stime di utili e flussi.

Quest'analisi ha prodotto dei risultati che possono essere confrontati a quelli AIAF solo in minima parte, sia per l'approccio seguito, sia per la natura delle informazioni analizzate. Le eventuali analogie o differenze riscontrate verranno comunque evidenziate.

#### **a) Tassi e premi per il rischio**

I principali risultati descrittivi ottenuti si sono sintetizzati di seguito<sup>110</sup>.

Per quanto riguarda il tasso, l'analista ne sceglie spesso di diversi tipi e misure, ad esempio:

- a) per valutare di diverse *business unit*, individuando attraverso il tasso lo specifico grado di rischio di ciascuna;
- b) per orizzonti temporali differenti;
- c) per calcolarne una media, in casi di elevata incertezza.

Nel gruppo di report analizzati, si sono individuati fino a 11 tassi di attualizzazione all'interno di uno stesso report.

Rispetto al "tipo" di tasso, così come per i metodi di valutazione, si individua una diversa casistica:

- nella maggioranza dei report non viene indicato alcun tasso;

---

<sup>110</sup> Per quest'analisi, si fa riferimento ai soli report in cui input, quali tassi e premi per il rischio, sono indicati dall'analista.

- in un gruppo limitato di casi (3.55%), pur indicando il valore del tasso prescelto, l'analista non specifica il tipo di tasso che utilizza<sup>111</sup>;
- altre volte (6.24%), viene genericamente indicato un *hurdle rate*, ovvero il tasso minimo richiesto da un investimento, senza che sia però possibile individuare il modello teorico con cui è stato stimato;
- analizzando i casi rimanenti invece, emerge che l'analista preferisce:
  - a) il *cost of equity* (44.13% delle volte in cui è stato individuato almeno un tasso); determinato sulla base della formula del *CAPM*;
  - b) il *WACC* (39.94%);
  - c) altre tipologie di tasso sono infatti impiegate in misura del tutto marginale.

Relativamente alle “misure” di tasso e di premio per il rischio prescelti<sup>112</sup>, le principali statistiche riassuntive si riportano nelle Tabella 3. 4 e

**Tabella 3. 5.** L'analisi per settori è riportata nella

Tabella 3. 6. Infine, nel grafico si riporta l'evoluzione dei tassi e dei premi che è intervenuta nel corso del tempo (Grafico 3. 6)<sup>113</sup>.

**Tabella 3. 4: Statistiche descrittive dei tassi medi dei report**

---

<sup>111</sup> Questo si ricollega alle questioni relative al grado di approfondimento di un report di cui si è discusso nel capitolo 1 (v. supra paragrafo 1.6).

<sup>112</sup> Per il calcolo delle statistiche si è precedentemente calcolata una media dei diversi tassi e dei premi per il rischio impiegati all'interno di ciascun report. Le statistiche fanno quindi riferimento non ai singoli tassi o premi, ma alle variabili “media dei tassi” e “media dei premi” di ciascun report.

<sup>113</sup> I valori sono tutti percentuali.

<b>N report validi</b>	616
<b>Dati mancanti</b>	3987
<b>Media</b>	8.48
<b>Mediana</b>	8.55
<b>Std. Deviation</b>	1.42
<b>Minimum</b>	2.10
<b>Maximum</b>	15.00
<b>Percentili</b>	
<b>25</b>	7.57
<b>50</b>	8.55
<b>75</b>	9.30

**Tabella 3. 5: Statistiche descrittive dei premi medi dei report**

<b>N report validi</b>	298
<b>Dati mancanti</b>	4305
<b>Media</b>	3,95
<b>Mediana</b>	4,00
<b>Std. Deviation</b>	0,78
<b>Minimum</b>	2,00
<b>Maximum</b>	11,46
<b>Percentili</b>	
<b>25</b>	3,50
<b>50</b>	4,00
<b>75</b>	4,00

**Grafico 3. 6: Andamento media tassi e dei premi per il rischio**



**Tabella 3. 6: Statistiche descrittive dei tassi medi e dei premi medi: l'analisi per settori**

<b>TASSI MEDI</b>				
	<b>Settore Assicurativo</b>	<b>Settore Bancario</b>	<b>Settore Industriale</b>	<b>Settore Utilities</b>
<b>N report validi</b>	74	189	122	231
<b>Dati mancanti</b>	419	1331	980	1257
<b>Media</b>	8,70	9,39	7,90	7,98
<b>Mediana</b>	8,86	9,12	7,70	8,10
<b>Std. Deviation</b>	1,26	1,24	1,19	1,34
<b>Minimum</b>	2,10	4,55	5,30	4,50
<b>Maximum</b>	11,20	15,00	12,04	13,20
<b>Percentili</b>				
<b>25</b>	8,05	8,63	7,18	7,00
<b>50</b>	8,86	9,12	7,70	8,10

<b>75</b>	9,31	10,00	8,60	8,84
<b>PREMI PER IL RISCHIO MEDI</b>				
	<b>Settore Assicurativo</b>	<b>Settore Bancario</b>	<b>Settore Industriale</b>	<b>Settore Utilities</b>
<b>N report validi</b>	37	121	60	80
<b>Dati mancanti</b>	456	1399	1042	1408
<b>Media</b>	4,03	3,82	4,17	3,95
<b>Mediana</b>	4,00	4,00	4,00	4,00
<b>Std. Deviation</b>	0,78	0,64	1,17	0,54
<b>Minimum</b>	2,50	2,00	3,50	2,00
<b>Maximum</b>	7,20	5,50	11,46	6,48
<b>Percentili</b>				
<b>25</b>	3,50	3,50	3,50	3,53
<b>50</b>	4,00	4,00	4,00	4,00
<b>75</b>	4,50	4,03	4,00	4,00

Dall'analisi dei dati si conclude che:

- ad una prima evidenza, il settore bancario sembrava essere percepito dagli analisti mediamente più rischioso degli altri. I tassi medi sono infatti più elevati. Tuttavia, il test sulla differenze fra medie non supporta tale evidenza;
- il premio per il rischio medio è superiore a quanto riscontrato dalla ricerca AIAF;
- i premi per il rischio hanno mostrato una certa tendenza all'aumento nel corso degli anni, mentre i tassi, dopo un iniziale aumento (2001), sono successivamente diminuiti;
- i premi medi per il rischio di mercato impiegati nelle analisi differiscono a seconda del settore considerato, nonostante essi non siano espressione del rischio dello specifico titolo valutato. L'analisi statistica delle differenze tra medie conferma questo tipo di riscontro.

#### **b) Estensione temporale delle stime**

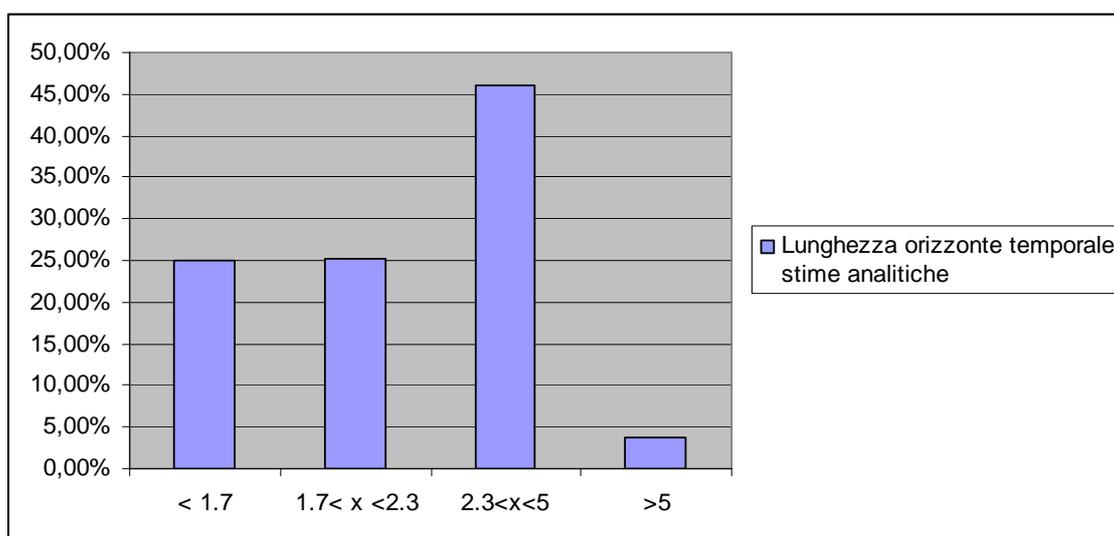
Per ciò che concerne le previsioni puntuali di alcuni degli input principali dei modelli (quali ad esempio, gli utili o i flussi di cassa), risulta che gli analisti finanziari in genere evitano di spingersi su orizzonti di previsione lunghi, preferendo mantenersi entro range temporali compresi tra due e tre anni, per i quali si può ragionevolmente pensare che gli

errori di previsione siano più contenuti (Tabella 3. 7)<sup>114</sup>. La frequenza di report che si spinge oltre i 5 anni si riduce visibilmente (Grafico 3. 7: Distribuzione di frequenza della lunghezza dell'orizzonte temporale delle stime analitiche). Questa evidenza vale per tutti i settori in cui è stata condotta l'analisi e per i diversi anni considerati (Tabella 3. 8: Statistiche descrittive della lunghezza orizzonte temporale delle stime analitiche, per settore e per anno. Tabella 3. 8).

**Tabella 3. 7: Statistiche descrittive della lunghezza orizzonte temporale delle stime analitiche.**

<b>N report validi</b>	4314
<b>Media</b>	2,45
<b>Mediana</b>	2,27
<b>Std. Deviation</b>	1,87
<b>Minimum</b>	0,01
<b>Maximum</b>	43,88
<b>Percentili</b>	
<b>25</b>	1,71
<b>50</b>	2,27
<b>75</b>	2,68

**Grafico 3. 7: Distribuzione di frequenza della lunghezza dell'orizzonte temporale delle stime analitiche.**



**Tabella 3. 8: Statistiche descrittive della lunghezza orizzonte temporale delle stime analitiche, per settore e per anno.**

<sup>114</sup> Risultato decisamente differente da quello ottenuto da AIAF [2002] che parla di 10 anni.

Lunghezza orizzonte temporale delle stime analitiche								
	Settore Assicurativo	Settore Bancario	Settore Industriale	Settore Utilities	2000	2001	2002	2003
<b>N report validi</b>	474	1468	1058	1314	598	1105	1099	1512
<b>Media</b>	2,28	2,30	2,54	2,61	2,58	2,46	2,20	2,58
<b>Mediana</b>	2,17	2,28	2,26	2,31	2,34	2,33	2,18	2,19
<b>Std. Deviation</b>	2,04	1,44	2,40	1,73	1,43	1,42	1,33	2,52
<b>Minimum</b>	0,01	0,11	0,03	0,03	0,03	0,01	0,13	0,03
<b>Maximum</b>	24,31	19,78	43,88	11,96	10,68	15,87	19,78	43,88
<b>Percentili</b>								
<b>25</b>	1,66	1,75	1,72	1,77	1,82	1,83	1,45	1,68
<b>50</b>	2,17	2,28	2,26	2,31	2,34	2,33	2,18	2,19
<b>75</b>	2,66	2,67	2,78	2,69	2,95	2,68	2,48	2,72

Inoltre, l'orizzonte temporale delle stime di utili e flussi di cassa non dipende dal metodo di valutazione usato dall'analista. Sebbene l'analisi della lunghezza media dell'orizzonte di previsione indichi una lieve differenza tra gli analisti finanziari che impiegano l'analisi fondamentale e quelli che impiegano invece i multipli di mercato (Tabella 3. 9), il test della differenza tra medie non è statisticamente significativo<sup>115</sup>.

**Tabella 3. 9: Statistiche descrittive della lunghezza orizzonte temporale delle stime analitiche per tipo di metodo (fondamentale vs multipli)**

	Analisi fondamentale	Multipli
<b>N report validi</b>	763	574
<b>Media</b>	2,78	2,33
<b>Mediana</b>	2,33	2,33
<b>Std. Deviation</b>	2,01	1,09
<b>Minimum</b>	0,05	0,05
<b>Maximum</b>	18,34	15,87
<b>Percentili</b>		15,87
<b>25</b>	1,90	1,76
<b>50</b>	2,33	2,33
<b>75</b>	2,83	2,78

<sup>115</sup> Questo risultato viene ulteriormente confermato anche quando si ripete l'analisi eliminando, dal sub-*dataset* di report che impiegano l'analisi fondamentale, i metodi patrimoniali che, per natura, non effettuano la previsione di flussi o utili.

Infine, dall'analisi descrittiva delle stime sintetiche "quantitative"<sup>116</sup> non sembra particolarmente interessante da riproporre considerate, da un lato, l'esiguità della numerosità campionaria (solo 53 report riportano stime sintetiche di questo tipo) e, dall'altro, la disomogeneità di orizzonti temporali al suo interno.

Nel caso delle stime sintetiche di tipo "qualitativo" è sufficiente osservare che, nella quasi totalità dei casi (80%), queste si limitano a indicare un generico orizzonte temporale di "lungo periodo".

---

<sup>116</sup> La definizione è già stata data nel secondo capitolo a cui pertanto si rinvia.

## CAPITOLO 4

### I report degli analisti finanziari: gli output prodotti

#### 4.1 L'output del report come strumento di diffusione del valore

L'analista finanziario riveste un ruolo fondamentale all'interno del processo di diffusione della comunicazione economico-finanziaria.

Tale soggetto filtra l'informazione che viene rilasciata dalle società e la inserisce nel proprio processo valutativo che termina, come detto più volte, nell'emissione di un target price e di una raccomandazione d'investimento<sup>117</sup>.

Le valutazioni e i giudizi, diffusi dagli analisti finanziari attraverso la pubblicazione dei report, assumono una certa importanza nell'indirizzare le scelte dell'investitori. L'output dei report, infatti, arricchisce la base informativa a disposizione dei soggetti che operano sul mercato, lanciando dei segnali relativi alle società analizzate.

E' stato evidenziato, infatti, ormai da parecchi anni che le previsioni degli analisti finanziari sono da ritenere "price-informative": in questo senso, Givoly e Lakonishok [1980] o Griffin [1976] hanno evidenziato significativi rendimenti anomali proprio in corrispondenza al rilascio di *earnings forecast revisions*.

Alcuni studi più recenti si sono specificatamente concentrati sull'analisi dell'eventuale associazione tra le revisioni delle previsioni ed i rendimenti anomali di breve periodo. Lys e Sohn [1990], ad esempio, mostrano come le previsioni dei singoli analisti siano *price informative* nonostante siano precedute da altri differenti tipi di

---

<sup>117</sup> In questo capitolo, si considerano output del report, tipicamente i target price e le raccomandazioni d'investimento fornite dagli analisti, ma anche le *earnings forecast*. E' stato infatti dimostrato che le previsioni sugli utili sono degli input fondamentali nel processo di formulazione dei prezzi obiettivo. Bandyopadhyay et al [1995], infatti, impiegando le stime di utili e prezzi reperite da due fonti differenti (il *Research Evaluation Service* (RES) ed il *Value Line*), analizzano il peso che le previsioni sugli utili rivestono nell'individuazione del target price di un'impresa ed osservano che, in effetti, le revisioni delle stime sugli utili effettuate dagli analisti sono capaci di spiegare una buona parte del cambiamento intervenuto nei corrispondenti prezzi. La relazione riscontrata, inoltre, sembra addirittura rafforzarsi all'aumentare dell'orizzonte temporale considerato.

*disclosure*, comprese le revisioni delle previsioni di analisti differenti. Stickel [1992] evidenzia, invece, il fatto che gli analisti membri del *II-All American team* elaborano previsioni maggiormente accurate che producono un impatto più consistente sui prezzi di breve periodo. Gleason e Lee [2000] esaminano non solo l'impatto immediato sui prezzi dei cambiamenti di previsione, ma estendono l'orizzonte temporale di osservazione fino ai due anni successivi al momento della revisione e riscontrano una persistenza del *price drift* in ciascuno dei due anni analizzati.

Inoltre, la risposta degli investitori alle *forecast revisions* sembra dipendere da alcuni fattori che caratterizzano o gli analisti o le stesse loro previsioni.

*In primis*, l'accuratezza attesa delle previsioni [Abarbanell et al., 1995], che, a sua volta, risulta essere associata a: tempestività della previsione, esperienza dell'analista nel formulare previsioni, dimensione del broker, *analysts' coverage*, frequenza delle previsioni (si vedano ad esempio Mikhail et al. [1997], Clement [1999], Jacob et al [1999] o Clement e Tse [2003]). Ad esempio, Clement e Tse [2003] trovano che la dimensione del broker possiede un peso maggiore rispetto all'accuratezza della passata previsione nella spiegazione dei rendimenti azionari che si registrano nei momenti successivi al cambiamento di previsione.

Gli autori fanno, inoltre, notare che la risposta dei prezzi a revisioni delle previsioni viene a dipendere dai molteplici attributi sopra elencati solo se si tratta di *high innovation forecasts*, ovvero previsioni nettamente divergenti, verso l'alto o verso il basso, rispetto al consenso o rispetto alla previsione precedente.

Gleason e Lee [2003] dimostrano come sia la reputazione degli analisti ad incidere sulla velocità di aggiustamento dei prezzi alle nuove previsioni. Per previsioni emesse da analisti "celebri", quali quelli dell'"*Institutional Investor All-Stars*" o del "*Wall Street Journal Earnings Estimators*", la reazione del mercato risulta essere immediata.

Inoltre, per imprese seguite da uno scarso numero di analisti, la reazione dei prezzi risulta debole rispetto a quella che si registra in corrispondenza ad imprese seguite da un maggior numero di analisti.

Athanassakos e Kalimipalli [2004], invece, esaminano la relazione esistente tra la dispersione delle previsioni relative agli utili e la volatilità futura dei rendimenti azionari, evidenziando l'esistenza di una relazione positiva tra tali elementi.

Precisamente, a differenza di altri studi che si focalizzano soprattutto su particolari eventi (es. annuncio di utili), Athanassakos e Kalimipalli assumono che vi sia un flusso di informazione continua che fa sì che le previsioni mensili degli analisti producano un effetto continuo sui prezzi di mercato.

Secondo Francis e Soffer [1997], le reazioni degli investitori a cambiamenti nelle previsioni degli utili dipendono anche dalle raccomandazioni che gli stessi analisti forniscono sulle azioni. Analizzando dunque congiuntamente i cambiamenti delle previsioni e le raccomandazioni rispetto alla risposta del mercato, misurata come extra-rendimento tra il giorno antecedente e quello successivo alla data della pubblicazione, gli autori vedono confermata la loro ipotesi.

Jurgens [2000], invece, concentra la propria analisi unicamente sul valore delle *stock recommendations* e riscontra che queste ultime provocano un certo impatto sui rendimenti azionari intragiornalieri (entro i 15 minuti dal rilascio della raccomandazione) e giornalieri (si computano i rendimenti di tre giorni), tenuto anche conto dell'eventuale rilascio concomitante di altre notizie pubbliche. Osservando inoltre una diminuzione della volatilità intragiornaliera dei rendimenti, l'autore sostiene che gli analisti sono ben più "informativi" per il mercato rispetto a quanto lo sono le notizie pubbliche.

Anche secondo Frankel, Kothari e Weber [2002], i report degli analisti finanziari sono "*price informative*". Precisamente, il contenuto informativo delle relazioni, misurato come media della reazione dei prezzi che segue a revisioni delle previsioni degli analisti e dipendente, secondo il modello che viene impiegato, dalla domanda e dall'offerta di informazioni e dal numero di analisti che segue una certa impresa, aumenta all'aumentare del volume degli scambi e della volatilità dei rendimenti. I report sembrano essere maggiormente informativi quando comunicano cattive notizie piuttosto che buone notizie. La reazione degli investitori, inoltre, pare non essere né eccessiva, né limitata: la risposta di breve periodo, infatti, successivamente non si inverte.

Womack [1996] focalizza l'attenzione in particolare sulle raccomandazioni d'investimento. Osservando il momento che precede e quello che segue al cambiamento di raccomandazione, si computano gli extra rendimenti che si registrano nel periodo post raccomandazione. Sulla base dei risultati ottenuti, si evince che le revisioni di raccomandazione influenzano notevolmente i prezzi azionari, tanto nel momento in cui

avviene la revisione, quanto in quelli successivi. Barber, Lehavy, McNichols e Trueman [2001] compiono un passo ulteriore rispetto a tali risultati e misurano i rendimenti che possono scaturire dalle strategie costruite sulla base delle raccomandazioni degli analisti. Elgers et al [2001] riscontrano invece una reazione ritardata dei prezzi dei mercati finanziari rispetto a informazioni relative al valore e contenute nelle previsioni sugli utili effettuate dagli analisti ad inizio anno. Quest'evidenza sembra essere maggiormente marcata per le imprese con una scarsa copertura da parte degli analisti. Inoltre, la risposta "ritardata" dei prezzi in questione pare concentrarsi maggiormente nel trimestre successivo all'annuncio degli utili. Secondo gli autori, tale risultato provverebbe il fallimento del mercato ad incorporare l'informazione completa contenuta nelle previsioni degli analisti relative agli utili futuri. Più recentemente, Jegadeesh et al [2004] analizzano il valore delle raccomandazioni degli analisti e delle revisioni delle stesse. Gli autori evidenziano che le raccomandazioni di consenso, quando considerate congiuntamente ad altre informazioni pubbliche, non possiedono un valore informativo incrementale per tutte le azioni genericamente considerate. Sembra infatti che unicamente le azioni per le quali il *price momentum*, l'*earnings momentum* o i volumi di scambio sono alti, a seguito di raccomandazioni positive, registrano buoni rendimenti. Le azioni maggiormente favorite dagli analisti, ma con le variabili indicate a livelli scarsi, successivamente invece sotto-performano rispetto alle azioni meno favorite. Con ogni probabilità, secondo gli autori, questo deriva dal fatto che le raccomandazioni più favorevoli degli analisti provocano un certo ritardo nell'adeguamento dei prezzi ai valori dei fondamentali.

Ivković e Jegadeesh [2004] valutano il contenuto informativo delle revisioni delle raccomandazioni e delle previsioni sugli utili di inizio trimestre in periodi temporali differenti rispetto alla data di annuncio degli utili. Secondo gli autori, il valore delle previsioni e delle raccomandazioni formulate dagli analisti risiede più nella raccolta di informazioni da parte degli stessi piuttosto che nell'elaborazione di notizie pubblicamente disponibili. Questo perché gli autori rilevano da un lato che previsioni e raccomandazioni immediatamente successive all'annuncio degli utili trimestrali non sono così diverse da quelle del giorno prima e dall'altro lato, la stessa reazione dei prezzi di mercato alle revisioni, oltre ad essere differente a secondo che si tratti di

*upgrade* piuttosto che di *downgrade*, è debole nel periodo immediatamente a ridosso dell'*event date* in questione.

Il contributo di Belcredi, Bozzi e Rigamonti [2003] si focalizza, invece, sul caso italiano e verifica, nonché misura, attraverso il calcolo degli extrarendimenti cumulati, l'impatto di breve periodo sul mercato (15 giorni) dei cambiamenti delle raccomandazioni espresse dagli analisti e ricavate direttamente dai report pubblicati sul sito della Borsa Italiana s.p.a. Anche Barucci, Bianchi e Mancini [2003] esaminano il caso italiano e stimano i volumi e i rendimenti dei titoli successivamente alla diffusione dei report. Sulla base dei risultati ottenuti, gli autori sostengono che il mercato conferisce valore a tali studi e, in particolare, reagisce in modo asimmetrico e più accentuato in corrispondenza a raccomandazioni negative (risultato conforme a quanto ottenuto da Womack [1996] per il mercato statunitense).

Se nei precedenti studi si analizza la reazione degli investitori alle raccomandazioni o alle previsioni degli analisti, lo studio di Brav e Lehavy [2003] indaga invece sulla reazione di breve periodo del mercato rispetto agli annunci dei *target price* e sugli andamenti di lungo periodo dei *target price* e dei prezzi azionari osservati congiuntamente. Gli autori riscontrano che i *target price* risultano essere informativi sia quando presi singolarmente, sia quando accompagnati alle raccomandazioni e alle previsioni dal momento che nel periodo prossimo alle revisioni proprio dei target vengono registrati rendimenti anormali significativi.

## **4.2 L'accuratezza e la distorsione dell'output**

### **4.2.1 L'attendibilità delle previsioni di consensus**

E' ormai opinione comunemente accettata che le previsioni sugli utili emanate dagli analisti finanziari siano stime decisamente migliori rispetto alle previsioni che scaturiscono dall'applicazione di puri modelli di previsione statistici. La migliore abilità deriva sicuramente dalla possibilità di utilizzare un set informativo più ricco comprensivo di varie fonti informative, come quelle qualitative. Fondamentalmente si riconoscono due tipi di vantaggi di cui gli analisti possono godere rispetto ai modelli statistici: un "*contemporaneous*" *advantage* e un "*timing*" *advantage*. Mentre il primo attiene alla possibilità di utilizzare tutte le informazioni disponibili fino alla data in cui

avviene la previsione, il secondo invece riguarda l'ulteriore possibilità di aggiornare le previsioni in ogni momento in cui intervengono nuove informazioni [Brown et al., 1987].

Inoltre, come si è avuto modo di vedere nel paragrafo precedente, le previsioni e le corrispondenti revisioni producono degli effetti non trascurabili nel mercato dei capitali.

Data l'importanza di tali previsioni dunque, sono anche auspicabili la maggior accuratezza ed attendibilità possibile.

La letteratura teorica ed empirica sulle previsioni degli analisti finanziari è estesa (Kothari, 2000). Essa può essere in via generale divisa in due categorie principali:

1. La prima categoria esamina le proprietà delle previsioni di consenso degli analisti finanziari, intesi come comunità. Una tipica area di indagine di tale categoria è quella interessata ad analizzare se le previsioni degli analisti finanziari sono attendibili ed accurate. Di questo gruppo di ricerche si parlerà ora.

2. La seconda categoria analizza le proprietà delle previsioni degli analisti individualmente considerati. Un tipico interesse è esaminare quali siano le determinanti dell'accuratezza delle previsioni degli analisti. Di questo gruppo di ricerche si discuterà nel prossimo paragrafo (v. infra paragrafo 4.2.2.).

Nella prima categoria, l'interesse consiste nel verificare se le previsioni degli analisti incorporano tutte le nuove informazioni rilevanti immediatamente e senza alcuna distorsione<sup>118</sup>. L'evidenza empirica esistente tuttavia mostra che gli analisti si caratterizzano per:

- a) la produzione di un numero eccessivo di raccomandazioni favorevoli (*buy* o *strong buy*) rispetto a quelle sfavorevoli (*sell* o *strong sell*);
- b) la presenza di un eccessivo ottimismo rilevabile all'interno delle analisi pubblicate;
- c) l'effettuazione di stime inefficienti e distorte.

La letteratura sviluppatasi in questo ambito va ulteriormente suddivisa in due filoni:

1. un primo filone sostiene che alcune motivazioni di natura economica contribuiscono a spiegare tale evidenza. Le anomalie riscontrate nel

---

<sup>118</sup>Il *bias* è misurato dalla differenza tra previsioni di rendimento degli analisti e gli effettivi rendimenti di mercato.

comportamento degli analisti finanziari sarebbero quindi determinate dall'esistenza di incentivi e conflitti d'interesse.

2. un secondo filone, invece, tenta di fornire una spiegazione plausibile dei fenomeni facendo riferimento alla psicologia dei soggetti.

### **1. Motivazioni opportunistiche e conflitti di interesse**

La realtà odierna è, infatti, caratterizzata dalla presenza massiccia di intermediari polifunzionali che, essendo attivi in più comparti, oltre all'attività di studi e ricerche, sviluppano anche altri settori di attività quali ad esempio l'*investment banking* o il brokeraggio degli stessi titoli di cui tracciano le analisi. In questo modo, a causa ad esempio del mal funzionamento delle *chinese walls*, ben si comprende quanto questo terreno si presti alla produzione di conflitti di interesse che possono scaturire proprio dalle divergenti esigenze di ciascuna divisione dell'intermediario.

Nel nostro ordinamento le “muraglie cinesi” non sono compiutamente disciplinate. Solo due sono le norme che tracciano questo concetto, ossia il 3° ed il 4° comma dell'articolo 56 del regolamento Consob 11522/1998. Nel terzo comma in particolare si sancisce l'obbligatorietà dell'adozione di procedure interne finalizzate ad evitare che vi siano flussi d'informazione tra i settori dell'intermediario che, secondo le disposizioni della Banca d'Italia, devono rimanere separati. Nel quarto comma invece si precisa che dette procedure interne devono essere adottate anche da quegli intermediari, da SGR e da SICAV appartenenti ad un gruppo in cui le altre società del gruppo prestano servizi quali: la negoziazione, la ricezione e trasmissione di ordini, il collocamento, la consulenza in materia di struttura finanziaria o di strategia industriale o di concentrazioni o di acquisizioni.

In un contesto così strutturato, l'analista che lavora per detti intermediari “polifunzionali” può subire delle pressioni e presentare degli incentivi, determinati da alcuni fattori, che possono minare la sua indipendenza ed obiettività nell'analisi.

In modo schematico, le circostanze a cui si può ricondurre l'insorgenza di conflitti d'interesse sono:

1. Relazioni di *investment banking*: questo tipo di relazione sorge tra una società finanziaria ed un'azienda che emette nuovi titoli sul mercato. In occasione di questa nuova emissione, l'azienda viene seguita da una

*investment bank* che può offrire vari servizi tra cui anche quello relativo alla sottoscrizione dei titoli di nuova emissione. Risulta quindi chiaro che l'*investment bank* ha un preciso interesse affinché l'offerta goda di un certo successo

2. Commissioni di brokeraggio: quando un intermediario polifunzionale svolge anche, e contemporaneamente ad altre attività, l'attività di *broker*, l'intermediario avrà interesse a far sì che questo comparto produca cospicue commissioni attive

3. Modalità di remunerazione degli analisti: secondo le pratiche oggi maggiormente in uso, l'analista riceve bonus e compensi profusi sulla base di vari elementi, quali l'utile che il settore dell'*investment banking* realizza proprio grazie all'attività svolta dall'analista o il numero di accordi conclusi dall'analista, sempre con riferimento all'attività di *investment banking* o, ancora, il giro d'affari realizzato con un particolare emittente.

4. Partecipazioni nell'azienda valutata: l'analista, o la società finanziaria, possiede quote delle aziende coperte dagli studi, spesso tra l'altro acquistate a prezzi scontati.

Lo studio di Michaely e Womack [1999], ad esempio, riscontra che, in occasione delle *IPO* (*Initial Public Offering*), gli analisti dell'*underwriter*, sebbene maggiormente informati, non emettono relazioni più accurate di altri. Piuttosto gli analisti "sottoscrittori" si caratterizzano per un eccessivo ed ingiustificato ottimismo che probabilmente viene a dipendere anche dalle problematiche inerenti i conflitti di interesse. Risultati analoghi emergono anche nell'analisi sviluppata da Lin e McNichols [1998]. Le raccomandazioni e le previsioni, soprattutto quelle relative alla crescita, fornite dagli analisti, definiti *affiliated*, che lavorano cioè per le *investment bank* che curano la sottoscrizioni delle azioni in occasione delle *SEO*, sono maggiormente favorevoli rispetto a quelle emesse da analisti *unaffiliated*, ovvero in alcun modo legati da particolari relazioni con le società emittenti. Risultati simili erano inoltre stati evidenziati in precedenza anche da Dugar e Nathan [1995] i quali riscontrano, sempre in occasione di *SEO* (*Seasoned Equity Offering*), un maggiore ottimismo, che caratterizza tanto le previsioni sugli utili quanto le raccomandazioni di quegli analisti legati alla società analizzata da rapporti di *investment banking*. Ancora ottimismo, ma in

riferimento alle previsioni di crescita di lungo periodo, riscontrano anche Dechow et al. [2000]. A conclusioni simili giungono inoltre Hong e Kubik [2003] che, infatti, evidenziano come gli avanzamenti di carriera (*proxy* dei cosiddetti *career concerns*) degli analisti che seguono le azioni sottoscritte dalla propria *brokerage house* sembrano essere maggiormente legati all'ottimismo delle previsioni formulate piuttosto che all'accuratezza delle stesse.

Gli analisti sono inoltre inclini a produrre previsioni ottimistiche per ottenere un flusso di informazioni consistente dal management (specialmente nei casi di elevata incertezza ed asimmetrie informative), che a sua volta ha beneficiato in tal modo di più elevate valutazioni di mercato e di maggiori compensazioni. In sostanza, l'ottimismo ha consentito di accrescere la quantità di informazioni ottenute dal management, e quindi di aumentare l'accuratezza delle previsioni stesse. Secondo i risultati di Darrough e Russel [2002], gli analisti di tipo *bottom up*, ovvero quelli che seguono una singola impresa, possiedono un certo interesse a mantenere buoni rapporti con il *management* della stessa e, quindi, è probabile che essi abbiano anche motivi sufficienti che li spingono a non diffondere cattive notizie relativamente alle prospettive di crescita futura dell'impresa seguita. Talvolta, infatti, gli analisti possiedono degli incentivi, per così dire, "egoistici". Come sopra evidenziato, il *management* rappresenta una fonte informativa fondamentale e gli analisti potrebbero essere incentivati a non redigere report veritieri e corretti per evitare di compromettere una solida relazione con il *management* della società seguita. Krishnan e Sivaramakrishnan [1994] evidenziano che gli analisti formulano stime ottimistiche degli utili perché in tal modo il *management*, vedendo in queste situazioni favorevoli una riduzione dei propri costi di diffusione delle informazioni, è ben disposto a fornire indicazioni agli analisti. McNicholson e O'Brien [1997] sostengono, in questo senso, che l'ottimismo degli analisti finanziari sia legato alla circostanza per cui tali soggetti formulano e diffondono la propria previsione unicamente quando è "favorevole", mentre si astengono dal pronunciarsi in merito in caso contrario. Lim [2001] prova invece che le distorsioni delle previsioni ed in particolare l'ottimismo aumentano proprio quando la reperibilità delle informazioni risulta essere scarsa. In tal modo, secondo l'autore, gli analisti tentano di guadagnare l'accesso al management (a tal proposito si veda anche Francis e Philbrick, [1993]). Richardson, Teoh e Wysocki [1999], sulla base dei risultati ottenuti, ritengono che

debba essere rilevata una sorta di “cooperazione” tra analisti e imprese nel cosiddetto “*earnings game*”, finalizzato alla manipolazione delle percezioni degli investitori.

Risultati antitetici rispetto alla problematica relativa ai conflitti di interesse e al ruolo di questi ultimi nella produzione di stime distorte, quantomeno in parte, sono invece raggiunti da Agrawal e Chen [2004]. Gli autori non individuano alcun legame sistematico tra la qualità delle analisi, misurata dalla distorsione e dall’accuratezza delle stime trimestrali, e la presenza di potenziali conflitti di interesse. L’ottimismo delle previsioni relative alla crescita di lungo periodo sembra invece essere legato all’attività di brokeraggio.

Secondo Jackson [2005], gli analisti sono ottimisti anche in assenza di particolari rapporti con le società seguite o di interessi volti a guadagnare l’accesso al management. L’autore, infatti, consegue dei risultati che indicano una relazione positiva tra l’ottimismo delle previsioni e delle raccomandazioni e il volume di scambi generati. In sostanza l’autore sostiene che, anche eliminando o ponendo sotto controllo i legami da cui possono scaturire conflitti di interesse, il tipo di relazione riscontrata incentiva ugualmente gli analisti ad essere ottimisti.

Specificatamente dedicati all’esame della realtà italiana sono due studi: quello condotto da Fabrizio [2000] e quello di Della Bina [2003]. Fabrizio evidenzia, ancora una volta, un atteggiamento segnatamente benevolo soprattutto da parte dei soggetti “non indipendenti”, mentre Della Bina mostra come le imprese raccomandate da analisti dell’*underwriter* in occasione di *IPO*, registrino nel lungo periodo *post-IPO*, performance inferiori rispetto a quelle raccomandate da soggetti “non affiliati”. Secondo Della Bina i risultati ottenuti sono coerenti con l’ipotesi di potenziali conflitti d’interesse, mentre non avallerebbero un’altra ipotesi testata, ovvero quella della superiorità informativa degli analisti “affiliati”<sup>119</sup>.

## **2. Le distorsioni cognitive**

I modelli classici codificati dalla teoria economica e finanziaria si basano tradizionalmente su assunzioni quali il comportamento razionale dei soggetti, l’utilizzo

---

<sup>119</sup> L’autore, tuttavia, non afferma che necessariamente gli analisti attuino volutamente detti comportamenti “distorti”. L’autore, infatti, avanza l’ipotesi che si potrebbe trattare di una distorsione di natura “cognitiva” o in qualche modo non intenzionale. Per un approfondimento della problematica si veda in seguito.

da parte di essi di tutte le informazioni a loro disposizione e via dicendo. Sulla base delle suddette teorie le decisioni prese dai soggetti vengono quindi ad essere di tipo “deterministico”, matematico, in quanto risultanti di una formula precisa.

Numerose ricerche, tuttavia, hanno invece messo in luce il fatto che i soggetti, in condizioni di incertezza, agiscono più spesso in modo incoerente, incostante, in modo per così dire irrazionale. Secondo queste ultime osservazioni il comportamento dei soggetti non è più sintetizzabile attraverso il rigore delle formule matematiche; è invece da tenere in considerazione anche la circostanza che i soggetti spesso commettono errori di valutazione che si ripercuotono sulle loro decisioni, distorcendole e sviandole dall’oggettività, e che di conseguenza influenzano il loro operato.

In sostanza quindi, nel momento in cui un soggetto qualsiasi si trova a dover prendere una decisione, s’innescano dei meccanismi psicologici che interferiscono con la sua razionalità. È la “finanza comportamentale” che tenta di individuare, analizzare e codificare i modelli di comportamento umano nell’ambito finanziario. Secondo questa scienza gli errori cognitivi che minano la razionalità dei soggetti sono vari. Alcuni di questi sono<sup>120</sup>:

1. Euristica della rappresentatività: con tale espressione si indica quel processo psicologico, proposto e dimostrato con numerosi esperimenti inizialmente dagli psicologi Tversky e Kahneman [1971], che conduce un soggetto a trarre delle leggi formali, con cui poi formulare giudizi, sulla base di una carente e ristretta base informativa precostituita. Questo meccanismo può quindi prevedere ad esempio l’utilizzo di stereotipi o di modelli riconosciuti come familiari in quanto già utilizzati in passato in occasioni simili. Questo tipo di errore cognitivo conduce a reazioni esagerate, “*overreaction*”, nel momento in cui viene introdotta una nuova informazione nel ristretto bagaglio di conoscenze già possedute dal soggetto. E’ chiaro che si tratta di una “reazione esagerata” tanto di fronte a notizie positive quanto in corrispondenza di notizie negative. L’implicazione empirica nel primo caso sarà un eccesso di ottimismo, nel secondo caso invece un eccesso di pessimismo<sup>121</sup>.

---

<sup>120</sup> Per una trattazione più specifica e completa dei problemi studiati dalla finanza comportamentale, si veda Shefrin [2000].

<sup>121</sup> A tal proposito si può anche citare l’effetto *winner-loser* riscontrato da De Bondt e Thaler [1985]: i prezzi azionari deviano dai fondamentali in quanto gli investitori sono condizionati dalla *representativeness*. Sulla base di questa euristica, gli investitori sarebbero eccessivamente ottimistici per

2. Eccessiva sicurezza di sé: letteralmente l'espressione indica una tendenza che, secondo quanto documentano gli psicologi, è decisamente diffusa nell'uomo, ossia l'eccessiva fiducia di sé, l'eccessiva sicurezza nelle proprie capacità, "*overconfidence*".

3. Ancoraggio e aggiustamento: noto in letteratura anche come conservatorismo, è quel meccanismo in base al quale si effettuano aggiustamenti successivi ad un punto di riferimento iniziale (definito come *áncora*) quando si ricevono nuove informazioni. Questo meccanismo conduce a sottostimare le nuove informazioni in quanto il soggetto che le riceve tende a rimanere "ancorato" a quanto già è stato stimato in precedenza, da se stesso o da altri. Chiaramente questo meccanismo fa sì che anche eventuali errori commessi negli anelli iniziali di questa "catena di aggiustamenti successivi", quando non riconosciuti, vengano portati agli stadi successivi, inficiando la correttezza dei risultati finali.

4. Illusione della validità: Questa espressione, nota anche come "*confirmation bias*" o "*biased self-attribution*", sta ad indicare quella tendenza dei soggetti a ricercare argomentazioni di conferma rispetto a quello che si intende sostenere, tralasciando invece ciò che non funge da supporto alle proprie tesi o che addirittura le confuterebbe.

5. Comportamento gregario: definito anche come *herding*. Questo tipo di comportamento si riscontra nel momento in cui un soggetto agisce nello stesso modo con cui agiscono gli altri, quando imita le azioni del gruppo

Ovviamente, avendo esteso queste considerazioni a qualsiasi soggetto che si trovi ad operare nei mercati finanziari, quanto precisato trova applicazione anche per la figura degli analisti finanziari e quindi per i loro comportamenti<sup>122</sup>.

Tra le ricerche che si sono occupate dell'analisi e della giustificazione delle anomalie di comportamento degli analisti finanziari ricorrendo alle teorie psicologiche, si possono ad esempio ricordare i lavori di De Bondt e Thaler [1990], Abarbanell e

---

quelle azioni che nel passato hanno avuto buone performance, mentre sarebbero eccessivamente pessimistici verso le azioni che hanno registrato performance scarse.

<sup>122</sup> Queste argomentazioni "psicologiche" vengono utilizzate anche nella spiegazione del meccanismo di gonfiamento (e conseguente esplosione) delle bolle speculative. Vedi Shiller [2000], [2001].

Bernard [1992] e di Amir e Gonzach [1998]. Se De Bondt e Thaler individuano una sistematica *overreaction* degli analisti finanziari alle informazioni sugli utili ricevute, spiegabile, quantomeno a detta degli autori, attraverso i meccanismi irrazionali che guidano tutti i soggetti, Abarbanell e Bernard, al contrario, riscontrano una sistematica *underreaction* dei soggetti in parola rispetto agli annunci degli utili. Infine, secondo i risultati dello studio di Amir e Gonzach, gli autori riscontrano sia *underreaction* che *overreaction*, nonché ottimismo. L'una o l'altra specifica anomalia comportamentale dipenderà dal particolare meccanismo irrazionale che interverrà sul soggetto. Nello studio vengono in particolare esaminate tre euristiche che influiscono sui processi di stima degli utili effettuati dagli analisti finanziari: la rappresentatività, associata a *overreaction*, l' ancoraggio - aggiustamento, associato ad *underreaction* e la "benevolenza" (*leniency*), a cui corrisponde invece ottimismo.

All'interno di questa categoria di ricerche, inoltre, ve ne sono alcune che confutano l'ipotesi di irrazionalità dei soggetti come spiegazione delle anomalie di comportamento degli analisti finanziari. Ad esempio, lo studio di Esterwood e Nutt [1999], pur evidenziando un costante ottimismo tra i soggetti analizzati, non rileva alcuna sistematicità di reazione da parte degli analisti rispetto alle informazioni. Sembrerebbe infatti che il tipo di reazione di tali soggetti (*underreaction* o *overreaction*) venga a dipendere dalla specifica natura, negativa o positiva, delle notizie ricevute. Secondo gli autori, tale evidenza testimonierebbe scelte consapevoli e razionali da parte degli analisti circa la direzione che le proprie azioni devono seguire.

Karamanou [2001] focalizza l'indagine specificatamente sull'ottimismo registrato nelle previsioni degli analisti. L'autrice esamina la relazione che intercorre tra la distorsione e la capacità del mercato di riconoscerla, ritenendo che, laddove una tale relazione fosse riscontrata, la circostanza fungerebbe da prova dell'intenzionalità dell'ottimismo caratterizzante gli analisti stessi. Sulla base dei risultati ottenuti, gli analisti sembrano riconoscere l'abilità del mercato di scontare le distorsioni. Nei momenti, infatti, in cui tale abilità aumenta, gli analisti diminuiscono le proprie distorsioni e viceversa.

Klein [1990] testa, invece, l'*overreaction* degli analisti. L'ipotesi non viene tuttavia avallata dal momento che gli analisti continuerebbero a sovrastimare gli utili di

imprese che, al contrario, registrano scarsi rendimenti e viceversa, diminuirebbero le prospettive ottimistiche per imprese che nel passato hanno avuto buoni risultati.

Alle tematiche riportate fino a questo momento si è poi aggiunta di recente anche quella che fa riferimento al fatto che un analista può manifestare la tendenza a imitare gli atteggiamenti degli altri analisti. Questo meccanismo, attraverso cui tali soggetti si uniformano ai giudizi, alle valutazioni o alle stime della massa, noto come comportamento gregario, può essere innescato semplicemente da meccanismi di pensiero irrazionali ovvero dalla potenziale convenienza, ad esempio reputazionale, di un soggetto a rimanere con il proprio gruppo anziché a porsi contro. Sia Welch [2000] che Graham [1999] riscontrano evidenze di comportamenti gregari rintracciabili con maggior probabilità in presenza di informazioni insufficienti tra gli analisti finanziari. Tuttavia mentre Welch ipotizza che tale tipo di atteggiamento riscontrato anche nel proprio *dataset* possa anche dipendere da meccanismi irrazionali, Graham non avanza quest'ipotesi e testa piuttosto quali siano le determinanti e in che misura le stesse incidano sul comportamento gregario dei soggetti in parola. Sulla base dello studio di Graham, risulta che l'*herding* degli analisti finanziari dipende negativamente dall'abilità degli stessi nel formulare raccomandazioni corrette e positivamente dalla loro reputazione e dalla quantità di informazioni precedentemente possedute. Un approccio simile a quello adottato da Welch, ma applicato alla realtà italiana, è quello impiegato da Barucci, Bianchi, Passaponti [2003]. Gli autori riscontrano una tendenza più marcata degli analisti finanziari ad attuare comportamenti imitativi rispetto a quanto registrato da Welch per il mercato statunitense. Secondo gli autori, inoltre, la spiegazione più plausibile di tale tendenza risiede nelle problematiche legate alla reputazione.

#### ***4.2.2 Le determinanti delle previsioni di successo dei singoli analisti***

L'interesse si focalizza ora sulle proprietà delle previsioni individuali degli analisti.

Le possibili determinanti di una buona previsione possono dipendere da alcuni fattori, quali, ad esempio:

1. la facilità della previsione
2. la quantità di informazioni disponibili
3. la qualità delle informazioni disponibili

4. L'abilità dell'analista.

Due sono i principali ambiti di indagine in questo contesto:

1. In primo luogo, l'analisi delle determinanti dell'accuratezza delle previsioni degli analisti.
2. Secondariamente, l'analisi della capacità degli analisti di incorporare efficientemente nelle loro previsioni tutte le informazioni disponibili.

La letteratura che si è interessata della tematica è piuttosto estesa. Ripercorrendo i risultati più importanti raggiunti dalla ricerca, si individuano tre principali macro-categorie di fattori da cui viene a dipendere l'accuratezza o meno di una previsione, ovvero:

- 1) Gli attributi della previsione.
- 2) Le caratteristiche dell'analista che effettua la previsione.
- 3) Le caratteristiche di contesto.

### **1. Gli attributi delle previsioni accurate**

Tra le qualità specifiche da cui può dipendere una previsione di successo, rientra innanzitutto la cosiddetta “*forecast age*”, ovvero il tempo che intercorre tra la data in cui la previsione è formulata e la data del corrispondente e successivo annuncio. È stato infatti dimostrato che le previsioni degli analisti finanziari più “recenti” sono anche quelle maggiormente accurate (O'Brien, [1988]). Va tuttavia precisato che gli analisti che effettuano le proprie stime in periodi successivi rispetto ad altri possono contare, da un lato, sulle previsioni già rese pubbliche da altri analisti, attuando un tipico comportamento di *herding*, e, dall'altro, sul bagaglio informativo aggiuntivo costituito da tutte le altre informazioni giunte nei momenti seguenti. Sinha et al. [1997] riscontrano questo effetto “età” che si ripercuote sull'accuratezza delle previsioni formulate e, inoltre, evidenziano che gli analisti definiti come “più accurati” rispetto ad altri continuano ad essere migliori anche nell'anno seguente<sup>123</sup>. Questa relazione sembra tuttavia non reggere quando si considerano gli analisti “di bassa qualità”. Non è infatti detto che chi non ha compiuto delle buone previsioni in un certo anno continuerà a non essere accurato anche nell'anno successivo. L'evidenza contenuta in Clement e Tse [2003] mostra che l'accuratezza delle previsioni è positivamente legata ad alcuni fattori,

---

<sup>123</sup> L'esame della sistematica maggior accuratezza di alcuni analisti rispetto ad altri è tuttavia affrontata al successivo punto 2., a cui pertanto si rinvia.

quali: l'accuratezza registrata l'anno precedente, la dimensione della *brokerage house*, la frequenza della previsione, intesa come il numero di volte in cui l'analista ha realizzato una previsione nell'anno e, infine l'esperienza maturata rispetto alla valutazione di una certa impresa, misurata dal numero di anni in cui un analista ha emesso previsioni per una specifica impresa. Gli autori riscontrano invece una relazione negativa della *forecast accuracy* rispetto sia all'orizzonte temporale di previsione, sia al numero di società o di settori che l'analista segue<sup>124</sup>. Analoghe evidenze erano state riscontrate anche in studi precedenti, come ad esempio Mikhail e al. [1999] o Clement [1999]. Clement e Tse [2003] trovano un risultato ulteriore, ovvero che la bontà della previsione è anche inversamente associata al numero di giorni trascorsi dalla previsione di ciascuno degli analisti che seguono una certa impresa.

Una chiave di lettura lievemente differente è invece quella offerta da Mozes [2003] che introduce due nuovi concetti: la "*forecast immediacy*" e la "*forecast usefulness*". Se l'*immediacy* è definita come la velocità con cui l'analista reagisce ai cambiamenti significativi che intervengono nel set informativo pubblicamente disponibile, la *usefulness* è invece misurata come il miglioramento che si registra nell'accuratezza tra una previsione e quella temporalmente successiva. I risultati trovati da Mozes danno prova di una relazione positiva intercorrente tra la *forecast immediacy* e sia la dispersione delle previsioni, misura dell'incertezza, sia la *forecast usefulness*, mentre di una associazione negativa tra la *forecast immediacy* e l'accuratezza della previsione.

L'accuratezza di una previsione sembra inoltre essere legata al "verso" della stima, ovvero se si tratta di previsioni su utili/perdite oppure su incrementi/decrementi. Un analista razionale, infatti, dovrebbe essere in grado di prevedere sia gli utili che le perdite, decrementi o incrementi, allo stesso modo. Vi sono tuttavia diverse motivazioni<sup>125</sup> che fanno sì che l'analista non operi sempre in modo da massimizzare l'accuratezza delle sue previsioni. Conroy e Harris [1995], ad esempio, mostrano che gli

---

<sup>124</sup> In uno studio successivo [2005], gli stessi autori studiano la relazione tra gli stessi elementi ed il comportamento gregario. Riscontrano che le revisioni nelle previsioni degli analisti risultano maggiormente "coraggiose", scostandosi quindi dalla massa, all'aumentare dell'orizzonte di previsione, della accuratezza nelle previsioni precedenti, della frequenza con cui vengono effettuate le previsioni, della dimensione di brokeraggio, mentre le stesse *forecast revisions* sembrano essere meno "audaci" al trascorrere dei giorni dall'ultima previsione e all'aumentare della copertura, [Clement e Tse, 2005].

<sup>125</sup> In questa sede si citano alcune delle possibili motivazioni a titolo di esempio, rimandando ad una trattazione più approfondita della questione nel prosieguo del lavoro.

analisti che non subiscono pressioni per emettere raccomandazioni favorevoli, sono anche maggiormente accurati, soprattutto nel momento in cui prevedono diminuzioni nell'utile. Il loro compito è tuttavia messo in difficoltà dal fatto che il management delle imprese è solito manipolare i bilanci soprattutto in corrispondenza di decrementi degli utili. In tali circostanze, gli analisti finanziari sono eccessivamente ottimistici e nel formulare le loro previsioni, sottostimano le cattive notizie. Secondo Ang e Ciccone [2002], la tipologia di risultati realizzati dall'impresa è addirittura una delle maggiori determinanti dell'accuratezza delle previsioni.

Infine, distinguendo tra previsioni di breve o di lungo periodo, è individuabile una sorta di “*horizon effect*”. Gli analisti non seguono infatti le stesse regole di previsione al variare dell'orizzonte temporale di riferimento. Secondo Kang et al. [1994] infatti è riscontrabile una sorta di dipendenza del processo di stima dall'orizzonte temporale considerato. Gli autori considerano il rapporto tra gli *earnings forecast* trimestrali e gli utili effettivamente realizzati. Il coefficiente della regressione lineare che testano gli autori e che lega le previsioni agli utili effettivamente realizzati è significativamente inferiore a uno per tutti gli orizzonti temporali, ma tende ad aumentare all'accorciarsi dell'orizzonte temporale. Esistono due ordini di interpretazione di questo fenomeno: da un lato, infatti, questa variabilità dell'indice può derivare effettivamente da un differente approccio dell'analista finanziario al processo previsionale di breve o di lungo periodo; dall'altro lato, però, questo risultato potrebbe anche più semplicemente significare che si verifica una sorta di adattamento delle previsioni a eventuali nuove informazioni intervenute successivamente. Gli autori tuttavia propendono per la prima possibilità e sostengono possa essa essere legata a comportamenti opportunistici intrapresi dagli analisti finanziari o a distorsioni cognitive degli stessi<sup>126</sup>.

Alcune ricerche indicano che le previsioni sulla crescita di lungo periodo degli analisti finanziari sono dei fattori cruciali per la formulazione delle raccomandazioni emanate [Stickel, 1998] e [Bradshaw, 1999]. Nonostante l'importanza riconosciuta a questa tipologia di previsioni, tuttavia, non è stata prodotta una copiosa letteratura in merito, soprattutto per quanto concerne l'accuratezza. Dechow e al. [2000] colgono uno dei punti fondamentali del problema, ovvero, osservano che “*analysts are frequently evaluated on the accuracy of their buy-sell recommendations and annual earnings*

---

<sup>126</sup> Di queste tematiche si discuterà in modo più approfondito nel prosieguo del lavoro.

*forecasts, but not on their long-term growth forecasts*”, [Dechow e al., 2000, 6]. Gli stessi criteri stabiliti dall’ Institutional Investor per redigere la classifica degli analisti del *All American Research Team* menzionano espressamente l’accuratezza delle previsioni annuali, senza tuttavia considerare anche le previsioni a lungo termine [Stickel, 1992].

Se solitamente l’evidenza empirica relativa alle stime di breve periodo è, per così dire, “mista”, ovvero c’è chi denuncia un generale ottimismo nelle previsioni o chi invece riscontra un *underreaction* alle notizie, nel lungo periodo invece le previsioni si caratterizzano per un eccessivo ottimismo. Ad esempio, Dechow e Sloan [1997] trovano che le previsioni sulla crescita degli utili di lungo periodo sono almeno doppie rispetto agli utili effettivamente realizzati. Un analogo eccesso di ottimismo delle previsioni di lungo periodo è documentato anche dalla ricerca di Chen et al. [2003] e di Billings e Morton [2001]. Frankel e Lee [1998] invece evidenziano un eccesso di ottimismo nelle previsioni a lungo delle imprese caratterizzate da un elevato rapporto *market-to-book value* (assunto come *proxy* di crescita). Pare inoltre che la tendenza ad essere ottimisti sia addirittura maggiore in occasione di *IPO* (Rajan e Servaes [1997]). Purnanandaran e Swaminathan [2004] riscontrano che le previsioni di crescita di lungo periodo effettuate dagli analisti per società in fase di *IPO* con elevati rapporti *Price-to-Value* sono tendenzialmente più ottimistiche di quelle relative ad imprese con rapporti *P/V* più bassi. Ancora, Dechow et al. [2000] segnalano un evidente ottimismo nelle previsioni di crescita di lungo termine sia in sede di *IPO* che di *SEO* e precisamente gli analisti del *lead underwriter* sono anche quelli maggiormente ottimisti.

## **2. Gli analisti più accurati**

E’ ovviamente utile, tanto per gli investitori, quanto per le stesse società che impiegano gli analisti, individuare chi tra tali soggetti è da considerarsi migliore e capirne anche i motivi. Un possibile metodo per individuare gli analisti più esperti è quello legato ai *rating* assegnati agli analisti da agenzie esterne, come ad esempio l’*Institutional investor* che ogni anno assegna il titolo di *All Star Analyst* a coloro che hanno condotto le migliori stime. Stickel [1992] mostra che gli analisti *All Star* in effetti tendono a “fare meglio” rispetto agli analisti non qualificati.

In generale, nella letteratura relativa al *decision making process*, i fattori più rilevanti che determinano la performance della decisione presa sono: l'abilità, la conoscenza, l'ambiente circostante e la motivazione<sup>127</sup> [Libby e Luft, 1993]<sup>128</sup>. Per ciò che concerne specificatamente gli analisti finanziari, l'abilità farebbe riferimento alla capacità del soggetto di elaborare le informazioni ed è evidente la stretta associazione di tale caratteristica con la sua conoscenza dell'argomento, in questo caso, del titolo analizzato. Anche l'esperienza maturata nell'analisi di una specifica impresa o di un particolare settore e l'esistenza di eventuali rapporti di affiliazione tra analisti e le società di brokeraggio sono fondamentali, così come il numero delle imprese o dei settori seguiti da uno stesso soggetto<sup>129</sup>, la velocità con cui un analista reagisce a nuove informazioni rese disponibili, fino ad arrivare addirittura all'attitudine dell'analista a condurre le previsioni su una determinata società sono risultati essere fattori determinanti (si vedano ad esempio: Jacob [1999], Clement [1999], Mikhail et al [1997], Mozes [2003]). Come già detto poco sopra, Clement e Tse [2003] trovano una associazione positiva tra l'accuratezza della previsione attuale e non solo l'esperienza maturata dall'analista, ma anche con l'accuratezza della previsione dell'anno precedente, la dimensione della *brokerage house* per la quale l'analista lavora e la frequenza con cui l'analista ha emesso previsioni durante l'ultimo anno.

Trueman [1994] sostiene invece che gli analisti preferiscono formulare previsioni sugli utili che risultano maggiormente vicine ad aspettative sugli utili formulate precedentemente e questo avviene ugualmente anche quando le informazioni possedute giustificano previsioni diverse e più estreme, se un tale atteggiamento è in grado di influenzare il giudizio che gli investitori formulano in riferimento all'abilità degli analisti. La reputazione<sup>130</sup> è una problematica che interessa maggiormente gli analisti più deboli e con meno esperienza, come peraltro sostengono anche i risultati ottenuti da Hong et al. [2000] o da Stickel [1990]. In particolare, quest'ultimo autore evidenzia

---

<sup>127</sup> Dei fattori motivazionali se ne discuterà in modo approfondito successivamente quando si introdurranno le problematiche relative agli incentivi a cui gli analisti sono assoggettati e che influenzano la correttezza delle loro previsioni.

<sup>128</sup> Libby e Luft [1993] propongono addirittura un modello in cui vengono associate abilità, conoscenza ed esperienza, espressa ad esempio dalla familiarità che il soggetto può avere rispetto ad un determinato compito

<sup>129</sup> Alford e Berger [1999] suggeriscono che un maggior numero di analisti che analizzano un'impresa dovrebbe migliorare significativamente l'accuratezza di una previsione grazie ad un aumento di competitività nel settore.

<sup>130</sup> Intesa come la capacità di un soggetto di innescare fenomeni di *herding*.

come gli analisti membri dell' "All American Team" attuino comportamenti gregari con una probabilità inferiore rispetto a quella degli altri analisti. Clarke e Subramanian [2005] propongono una relazione analitica "a U" tra le performance dell'attività previsionale passata e la propensione ad emettere stime originali. Secondo questa relazione, dunque, gli analisti che realizzano precedentemente una performance buona o, all'estremo opposto, povera, è più probabile che non si conformino alla massa ed emettano previsioni più coraggiose.

Inoltre sembra esserci anche una relazione positiva tra la *forecast accuracy* e la dimensione dell'impresa valutata (si veda ad esempio, Brown [1998] o Allen e al. [1997]), che a sua volta risulta correlata all' *analyst coverage*.

### **3. I fattori esterni che incidono sull'accuratezza delle stime**

Alcuni studi evidenziano come l'accuratezza nelle previsioni possa dipendere anche dalla specifica area geografica a cui appartiene il titolo valutato. Confrontando paesi appartenenti alla stessa area geografica, le previsioni possono presentare livelli di accuratezza differenti (cosiddetto *country effect*). Alcuni fattori che vengono inclusi nel *country effect* sono di natura macroeconomica, come ad esempio, il tasso di crescita. Allen e al. [1999], ad esempio, mostrano che i paesi con tassi di crescita maggiori siano anche associati a minori errori di previsione. Riahi-Belkaoui [1998], analizzando 14 paesi, evidenzia invece una relazione positiva tra il livello di accuratezza delle stime e il rischio economico associato a queste ultime. Il livello di sviluppo, invece, sembra non essere un fattore incisivo (Allen e al. [1999] e Ang e Ciccone [2001]).

L'ambiente istituzionale e quello legale esercitano una certa influenza sull'accuratezza delle previsioni (Chang e al. [2000]). A paesi ispirati a sistemi legali di *common law* e caratterizzati da un'elevata protezione degli azionisti di minoranza si associano anche errori di previsione più contenuti.

Inoltre, in accordo ai risultati raggiunti da una parte della letteratura (si veda ad esempio Hope [2003]), anche il sistema contabile e quello fiscale incidono sull'accuratezza delle previsioni. Secondo quest'impostazione, sia il livello di *disclosure* che la qualità delle informazioni hanno un'influenza positiva sulla bontà della previsione.

Infine, anche lo specifico settore per cui la previsione è effettuata riveste una certa importanza. Questa circostanza potrebbe, quantomeno in parte, dipendere dalla stabilità di un certo settore rispetto ad un altro a cui si associa una conseguente maggior facilità di previsione degli utili. Precisamente, quest'ultima circostanza è documentata da alcune ricerche che, ad esempio, nell'area europea, riscontrano una maggior accuratezza delle stime effettuate nei settori dei servizi pubblici e per quello della cura della salute, ma una minore precisione per settori quali i trasporti o i beni di consumo durevoli Capstaff et al. [2001].

### **4.3 L'analisi dell'output dei report in relazione ad input e modelli**

#### **4.3.1. I temi di ricerca**

Il percorso seguito dall'analista nella redazione della propria analisi societaria, così come si è ripetuto più volte, è idealmente scomponibile in tre momenti successivi e conseguenti: la fase della raccolta di input, l'applicazione di uno o più criteri di analisi e, in base al risultato ottenuto, l'emissione di un target e di una raccomandazione d'investimento.

Il presente lavoro ha riprodotto questo schema, analizzando in ciascun capitolo una delle fasi. Per concludere, dunque, rimane da esaminare la fase finale, ovvero l'emissione di target price e raccomandazione d'investimento.

L'obiettivo di questo paragrafo è di analizzare:

1. se e in che modo, l'output del report, ovvero la raccomandazione o il giudizio di valore, dipenda dalle fasi precedenti, in particolare dal metodo di valutazione impiegato;
2. se sia possibile individuare le determinanti di una previsione di successo.

Alla luce di tutte le considerazioni svolte nel corso del presente lavoro, infatti, l'apprezzamento/deprezzamento individuato dall'analista finanziario, sulla base del quale viene poi emessa la raccomandazione d'investimento, dovrebbe essere la risultante delle fasi precedenti. La selezione delle informazioni da inserire nella valutazione, le previsioni effettuate e i criteri di valutazione sono dei fattori che, a rigor di logica, dovrebbero influenzare il risultato finale. Riprendendo un'osservazione di

Asquith e al. [2005], lo stesso target price può venire teoricamente considerato come la combinazione di diversi elementi: le previsioni relative all'economia, le variabili caratteristiche di una specifica impresa e i metodi di valutazione impiegati.

Per quanto riguarda il tema della rilevanza del metodo di valutazione, solo se tutti i metodi fossero "equivalenti", infatti, non dovrebbe avere alcuna rilevanza il particolare metodo adottato per la valutazione. In questo caso, qualsiasi fosse la scelta dell'analista relativa al metodo, essa dovrebbe comunque condurre al medesimo risultato. Sotto quest'ipotesi, anche l'accuratezza delle previsioni fornite non dovrebbe quindi modificarsi qualora l'analista preferisse un metodo piuttosto che un altro. Secondo una prospettiva diversa, tuttavia, si può ipotizzare che il metodo valutativo venga invece utilizzato dall'analista come una sorta di "strumento" attraverso cui argomentare dei risultati determinati a priori. In tal caso, quindi, l'analista invertirebbe le fasi del processo valutativo e sceglierebbe il metodo che, ex post, si "accorda" maggiormente alla raccomandazione o il target decisi in precedenza<sup>131</sup>. Secondo Bradshaw [2002], ad esempio, come già accennato, i metodi di valutazione basati su multipli, quali il price/earnings o il *PEG*, sono usati con maggior frequenza per giustificare e supportare raccomandazioni favorevoli, mentre alle raccomandazioni meno favorevoli gli analisti sono soliti associare una semplice analisi qualitativa.

Inoltre, metodi di valutazione, scelte effettuate, parametri utilizzati, nonché caratteristiche di contesto, relative al soggetto che ha condotto l'analisi o specifiche all'impresa valutata, potranno esercitare una certa influenza non solo sulla "grandezza" del giudizio di valore, ma anche sulla bontà di tale giudizio<sup>132</sup>. Prendendo spunto dal lavoro di Asquith e al. [2005], s'ipotizza che la particolare metodologia impiegata dall'analista, l'apprezzamento/deprezzamento stimato dall'analista e altri fattori ancora di cui si discuterà a breve, possano migliorare l'accuratezza delle previsioni effettuate sui prezzi dei titoli.

---

<sup>131</sup> Questo tipo di interpretazione si potrebbe ricollegare tanto all'ipotesi dell'esistenza di incentivi personali degli analisti e conflitti di interesse quanto alle ipotesi legate all'irrazionalità dei soggetti. Si pensi, ad esempio, al cosiddetto *confirmation bias*, all'euristica della rappresentatività ovvero all'*herding* di cui si è discusso.

<sup>132</sup> Per un'analisi compiuta delle determinanti di una previsione di successo si rinvia alla letteratura specialistica su questo tema di cui si è già discusso.

Qualora ad esempio esistesse una relazione di dipendenza tra la probabilità di raggiungere il *target price* e la variabile delta, misura dell'apprezzamento/deprezzamento stimato dall'analista e calcolata come:

$$\text{Delta}^{133} = (\text{Target price} - \text{prezzo corrente}) / \text{prezzo corrente}$$

ci si aspetterebbe che essa fosse negativa. Quando, infatti, il target price è vicino al prezzo corrente, ovvero il delta è piccolo, è probabile che il target sia raggiunto comunque, a prescindere dall'accuratezza o meno della previsione. Diversamente, se il delta è piuttosto grande, è anche più difficile che il prezzo del titolo centri il target. Asquith e al. [2005] hanno trovato che la probabilità di raggiungere il target dipende dal livello di ottimismo degli analisti. La relazione che gli autori riscontrano è di tipo inverso: meno ottimismo si associa quindi ad una maggiore probabilità che il target sia realizzato<sup>134</sup>. Qualora invece non fosse possibile riscontrare la relazione tra i due termini in parola, questo significa che la bontà della previsione non dipende dalla dimensione del cambiamento di prezzo previsto nel report (il delta). Ciò comporta che per ottenere una stima di successo non è sufficiente emettere un target price opportunisticamente vicino al prezzo corrente di mercato. Questo risultato, accompagnato dall'evidenza di una certa influenza esercitata dal broker, permetterebbe di ipotizzare un "effetto abilità" riconducibile all'emittente del report. Quest'ultimo caso potrebbe anche significare che gli analisti fissano i prezzi obiettivo con la stessa probabilità di essere raggiunti<sup>135</sup>.

#### **4.3.3 I modelli utilizzati**

Lo studio delle problematiche ora discusse viene affrontata attraverso due tipi di analisi, una principalmente descrittiva, in cui si riportano alcune tra le principali caratteristiche ed evidenze empiriche del *dataset* utilizzato, ed una inferenziale. In particolare, la seconda analisi, sviluppata secondo due direttrici differenti, richiede delle specificazioni aggiuntive.

Per condurre l'analisi inferenziale si sono implementati due metodi:

---

<sup>133</sup> Va precisato che il *fair value* è stato impiegato nel calcolo del *delta* solamente in quei casi in cui *target price* e *fair value*, chiaramente, sono stati impiegati come espressioni alternative di uno stesso concetto. Dunque, per i *report* in cui è riportato solo il *fair value* e per quelli in cui sono indicati due diversi valori per il *target price* e per il *fair value*, si è scelto di non calcolare il *delta*.

<sup>134</sup> Gli autori riportano unicamente i risultati finali, senza mostrare il metodo d'analisi impiegato. In corrispondenza ad un range di delta pari al 0-10%, i *target price* sono raggiunti in 74.4% casi, mentre, quando i range sono molto elevate, ad esempio del 70%, l'obiettivo è raggiunto in meno del 25% dei casi osservati.

<sup>135</sup> In quest'ultimo caso il delta potrebbe essere interpretato come una sorta di *Value at Risk*.

- a) la regressione lineare con cui si testa se l'apprezzamento/deprezzamento del titolo stimato dall'analista (e denominato delta) venga a dipendere da alcuni degli elementi che caratterizzano il processo valutativo compiuto dall'analista finanziario, in particolare<sup>136</sup>:
1. la metodologia valutativa impiegata;
  2. alcuni input dei modelli, quali, i premi medi per il rischio, i tassi medi di attualizzazione o la lunghezza dell'orizzonte temporale delle stime analitiche;
  3. il *timing* dell'emissione del report;
  4. il settore di appartenenza del titolo;
  5. il broker che ha condotto l'analisi.
- b) la regressione logit con cui si verifica se l'accuratezza dei target price venga in qualche modo a dipendere da quattro tra le variabili sopra menzionate (precisamente: la metodologia valutativa impiegata, il *timing* dell'emissione del report, il settore di appartenenza del titolo e in una seconda fase, il broker che ha condotto l'analisi) e, in aggiunta, dalla variabile delta, assunta qui come variabile indipendente.

La regressione lineare è stata scelta poiché è il modello più semplice per formalizzare l'eventuale dipendenza tra le variabili oggetto di indagine. Formalmente il modello è esprimibile secondo la nota formula:

$$Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$$

dove  $Y$  indica la variabile dipendente, ovvero il delta e  $X$  rappresenta la matrice delle cinque variabili indipendenti individuate.

La variabile dipendente è la variabile quantitativa che misura l'apprezzamento/deprezzamento del titolo stimato dall'analista nel report ed è calcolata, come definito poco sopra (v. supra paragrafo 4.3.1) con il seguente rapporto:

$$\text{Delta} = (\text{Target price} - \text{prezzo corrente}) / \text{prezzo corrente}$$

Come regressori si sono invece scelte le 4 variabili qualitative sopra indicate (metodologia valutativa, *timing* dell'emissione del report, settore di appartenenza del titolo e broker) e le variabili quantitative indicate al punto 2. Le variabili qualitative sono state inserite nel modello trattandole come variabili *dummy*, seguendo la logica

---

<sup>136</sup> L'analisi approfondita delle variabili viene effettuata nel paragrafo successivo.

generale indicata nella Tabella 4. 1 riportata di seguito. I metodi di valutazione (“come” l’impresa è stata valutata) sono stati divisi in quattro classi<sup>137</sup>, così come il momento temporale di emissione del report (“quando” il report è stato emesso) ed i settori (“cosa” è stato valutato); classi che corrispondono, rispettivamente, all’anno di emissione dei report e al settore di appartenenza del titolo.

**Tabella 4. 1: Criteri di classificazione delle variabili dummy**

	<b>“COME”</b>			
<b>DUMMY VARIABLES</b>	Metodi basati sui multipli	Metodi basati sui flussi	Metodi misti	Metodi patrimoniali
$D_{MULTIPLI\ DI\ MERCATO}$ DMU	1	0	0	0
$D_{FLUSSI}$ DF	0	1	0	0
$D_{MISTO}$ DMI	0	0	1	0
	<b>“COSA”</b>			
	Utilities	Bancario	Industriale	Assicurativo
$D_{UTILITIES}$ DU	1	0	0	0
$D_{BANCARIO}$ DB	0	1	0	0
$D_{INDUSTRIALE}$ DM	0	0	1	0
	<b>“QUANDO”</b>			
	2003	2002	2001	2000
$D_{2003}$ DT3	1	0	0	0
$D_{2002}$ DT2	0	1	0	0
$D_{2001}$ DT1	0	0	1	0
	<b>“CHI”</b>			
	ABN Amro	....	Uniprof sim	Actinvest
$D_{ABN\ Amro}$ Dabn	1	...	0	0
...	...	...	0	0
...	...	...	0	0
$D_{Uniprof\ sim}$ Dunip	0	0	1	0

<sup>137</sup>Per quanto concerne la metodologia valutativa si rinvia alla classificazione tra metodi e alle precisazioni fornite nel capitolo 3. Va inoltre precisato che, in queste analisi, i metodi di valutazione impiegati sono quelli “principali” (si veda capitolo 3, paragrafo 3.2). Questo ha permesso di considerare un solo metodo valutativo, quello teoricamente più importante, per ciascun report.

Per quanto concerne i broker (“chi” ha valutato), invece, si sono individuate 48 *dummy*, eliminando dal campione due broker ai quali corrisponde la redazione di un solo report nel corso dei 4 anni considerati. Si precisa fin d’ora che con quest’ultima tecnica non si intende sviluppare un’analisi *panel*. Per la natura e la struttura del *dataset* di riferimento, l’implementazione di una simile metodologia, infatti, al momento non è possibile. Essa, infatti, pone dei problemi tecnici di definizione corretta del panel principalmente connessi alla presenza di dati mancanti. L’inserimento delle *dummy* relative ai broker è unicamente un espediente attraverso il quale provare a sintetizzare l’eventuale influenza che le caratteristiche relative ai redattori dei report, le società d’analisi, hanno nel processo di valutazione.

Per analizzare la tematica relativa all’accuratezza delle previsioni è stata usata una regressione *logit*. Tale procedura econometrica permette infatti di misurare la relazione esistente tra la forza di uno stimolo e la “porzione” di casi che esibiscono una determinata risposta allo stimolo, situazione che riproduce esattamente il problema che s’intende esaminare. Il modello *logit* è particolarmente utile in situazioni in cui l’output ( $Y$ ) è dicotomico, ossia può assumere valori solo pari a zero e uno<sup>138</sup>. Per ciascun valore della variabile indipendente (o combinazioni lineari di valori, nel caso si avessero variabili indipendenti multiple), la cosiddetta “*response variable*” dovrebbe essere il conteggio del numero di casi totali con i valori che mostrano la risposta di interesse.

In forma analitica, il modello *logit* può essere indicato come:

$$\text{Probabilità } (Y=1/X=x)=F(\mathbf{X}b)$$

dove  $Y$  è la variabile binaria dipendente, mentre  $\mathbf{X}$  rappresenta la matrice delle  $k$  variabili indipendenti,  $b$ <sup>139</sup> è il parametro da stimare e  $F$  è la funzione di distribuzione logistica<sup>140</sup>.

Il primo step per l’implementazione del modello richiede, quindi, che si precisino le variabili indipendenti e quella dipendente.

In questo caso, il target price è assunto come variabile dipendente ( $Y$ ), mentre le variabili indipendenti sono<sup>141</sup>, ad un primo momento:

<sup>138</sup> Esso cioè è una variabile bernoulliana.

<sup>139</sup> Tipicamente stimato attraverso la tecnica della *maximum likelihood*.

<sup>140</sup>  $F(\mathbf{X}b) = \exp(\mathbf{X}b) / [1 + \exp(\mathbf{X}b)]$ .

<sup>141</sup> Definite come poco sopra.

1. la metodologia valutativa impiegata;
2. il *timing* dell'emissione del report;
3. il settore di appartenenza del titolo;
4. il delta.

Successivamente, si aggiunge anche la quinta variabile:

5. il broker che ha condotto l'analisi.

Il problema che si intende analizzare può essere rappresentato come un evento dicotomico dove i due casi sono identificati come:

$$1) Y = 1$$

Questo evento è il cosiddetto “successo” che si verifica se il target price è raggiunto o superato almeno una volta nei 12 mesi che seguono all'emissione del report. Questo caso include due sotto-casi che dipendono dalla “direzione” della previsione del prezzo:

- a) Il target price è al ribasso se confrontato con il prezzo corrente (previsione sfavorevole). In tal caso, il target price può venir considerato raggiunto se il prezzo di mercato scende fino ad essere uguale o inferiore al target;
- b) Il target price è al rialzo rispetto al prezzo corrente (previsione favorevole). In questo caso, il target sarà considerato centrato se il prezzo di mercato aumenta fino a raggiungere o superare la previsione dell'analista.

$$2) Y=0$$

Il target price non è mai raggiunto o superato nella finestra dei 12 mesi considerata.

L'approccio proposto è completamente differente rispetto alla metodologia impiegata da Asquith e al. [2005]. Gli autori conducono un'analisi descrittiva dei report che raggiungono i target price nei 12 mesi successivi alla data del report, sezionando l'analisi per tipo di raccomandazione, metodi di valutazione e a seconda del periodo in cui è avvenuto il raggiungimento. Successivamente, senza riportare né l'analisi condotta né alcun risultato, gli autori concludono sostenendo che vi sia una dipendenza tra la probabilità di raggiungere il target e uno solo degli elementi che vengono considerati dalla presente analisi, ovvero il livello di ottimismo degli analisti individuato dal delta.

### 4.3.3 Alcune evidenze empiriche sul delta

Coerentemente a quanto trovato da ricerche precedenti, si è trovato che gli analisti sovra-apprezzano, mediamente, le azioni da essi valutate (Tabella 4. 2), senza che emergano particolari differenze né tra i vari settori presi in esame (Tabella 4. 3), né tra i diversi anni considerati (Tabella 4. 4).

**Tabella 4. 2: Statistiche descrittive relative al delta**

N report validi	3005
N report mancanti <sup>142</sup>	1598
<b>STATISTICHE DESCRITTIVE</b>	<b>DELTA</b>
<b>Media</b>	17,00%
<b>Mediana</b>	15,83%
<b>Std. Deviation</b>	20,16%
<b>Minimum</b>	-100,00%
<b>Maximum</b>	131,59%
<b>Percentile:</b>	
<i>25-esimo</i>	6,37%
<i>50-esimo</i>	15,83%
<i>75-esimo</i>	25,53%

**Tabella 4. 3: Statistiche descrittive relative al delta per settore**

	<b>Settore Assicurativo</b>	<b>Settore Bancario</b>	<b>Settore Industriale</b>	<b>Settore Utilities</b>
N report validi	329	972	769	935
N report mancanti	164	548	333	553
<b>STATISTICHE DESCRITTIVE</b>	<b>DELTA</b>			
<b>Media</b>	17,41%	17,99%	15,39%	17,14%
<b>Mediana</b>	17,28%	15,27%	15,77%	15,90%
<b>Std. Deviation</b>	14,28%	23,70%	19,25%	18,52%
<b>Minimum</b>	-100,00%	-51,20%	-79,91%	-100,00%
<b>Maximum</b>	70,08%	131,59%	128,90%	121,15%
<b>Percentile</b>				
<i>25-esimo</i>	10,30%	4,58%	4,84%	7,41%
<i>50-esimo</i>	17,28%	15,27%	15,77%	15,90%
<i>75-esimo</i>	24,16%	26,30%	25,09%	25,95%

<sup>142</sup> Si tratta di quei *report* in cui o non era riportato alcun valore, o in cui si riportava solamente il *fair value* che, tuttavia, non venendo mai denominato anche *target price*, non ha consentito di stabilire se per quell'analista esso fosse sinonimo di "prezzo obiettivo". In questi ultimi casi, si è quindi preferito non calcolare alcun  $\delta$ .

**Tabella 4. 4: Statistiche descrittive relative al delta per anno**

	<b>Anno 2000</b>	<b>Anno 2001</b>	<b>Anno 2002</b>	<b>Anno 2003</b>
N report validi	394	733	784	1094
N report mancanti	220	424	367	587
<b>STATISTICHE DESCRITTIVE</b>	<b>DELTA</b>			
<b>Media</b>	16,92%	17,20%	19,74%	14,92%
<b>Mediana</b>	16,88%	15,56%	18,20%	14,59%
<b>Std. Deviation</b>	16,59%	22,41%	20,78%	19,04%
<b>Minimum</b>	-34,54%	-100,00%	-55,88%	-100,00%
<b>Maximum</b>	95,40%	131,59%	127,27%	128,90%
<b>Percentile</b>				
<b>25-esimo</b>	6,05%	6,19%	7,89%	5,65%
<b>50-esimo</b>	16,88%	15,56%	18,20%	14,59%
<b>75-esimo</b>	25,96%	26,06%	29,27%	23,08%

Spostando l'attenzione sulle raccomandazioni fornite e sui giudizi espressi, per determinarne la distribuzione delle raccomandazioni (giudizi) si è optato per una trasformazione di quella che è una variabile qualitativa (la raccomandazione o il giudizio) in variabile quantitativa. Per compiere tale trasformazione, si è seguito un semplice procedimento, adottato anche in varie altre ricerche, ossia si è attribuito un numero predefinito al tipo di raccomandazione (o giudizio) espressa<sup>143</sup>. In particolare, alle raccomandazioni (giudizi) “favorevoli” (*buy, strong buy, accumulate, add, outperform*, interessante, molto interessante) si è associato il numero 1. Alle raccomandazioni (giudizi), per così dire, “neutrali” (*hold, neutral, market perform, fairly valued*) si è invece attribuito il numero 0.5. Infine, alle raccomandazioni (giudizi) “sfavorevoli” (*sell, poco interessante, underperform, reduce*) si è invece associato il numero 0.

**Tabella 4. 5: Statistiche descrittive relative alle raccomandazioni o giudizi espressi**

<b>Statistiche descrittive</b>	<b>Raccomandazione/giudizio</b>
N report validi	4603
N report mancanti <sup>144</sup>	103
<b>Media</b>	0,7494
<b>Mediana</b>	1

<sup>143</sup> Non ci si dilunga sulla scelta di questo tipo di scala piuttosto che un'altra in quanto questa classificazione delle raccomandazioni ha la sola funzione di permettere di calcolare le statistiche descrittive di seguito riportate (Tabella 4. 5).

<sup>144</sup> Si tratta dei report in cui manca la raccomandazione/giudizio di sintesi.

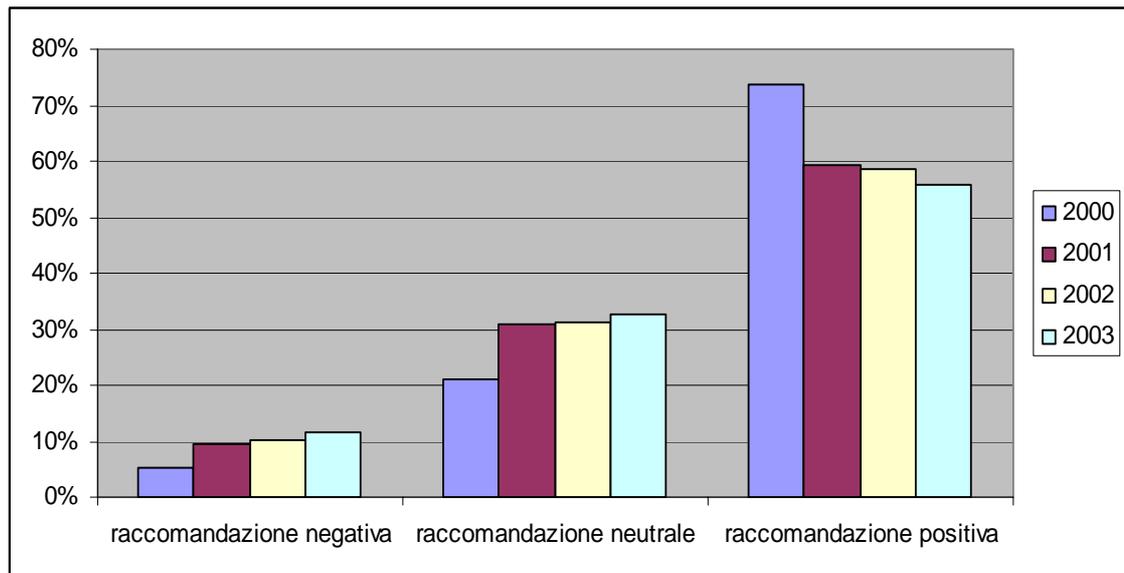
<b>Moda</b>	1
<b>Deviazione standard</b>	0,3348
<b>Percentiles</b>	0,5
<b>25-esimo</b>	1
<b>50-esimo</b>	1
<b>75-esimo</b>	0,5

Dal Grafico 4. 1 e dalle Tabella 4. 5 e Tabella 4. 6, emergono dei risultati che confermano, ancora una volta, quanto ottenuto e riportato da altre ricerche svolte in tale ambito. Anche nel *dataset* considerato, infatti, si riscontra un eccesso di ottimismo caratterizzante le raccomandazioni ed i giudizi espressi dagli analisti finanziari, diffuso in modo piuttosto evidente in tutti i settori e in modo abbastanza costante nei diversi anni considerati.

**Tabella 4. 6: Statistiche descrittive relative alle raccomandazioni o giudizi espressi per settore**

	<b>Settore Assicurativo</b>	<b>Settore Bancario</b>	<b>Settore Industriale</b>	<b>Settore Utilities</b>
N report validi	487	1481	1085	1447
N report mancanti	6	39	17	41
<b>STATISTICHE DESCRITTIVE</b>	<b>RACCOMANDAZIONE/GIUDIZIO</b>			
<b>Media</b>	0,81	0,72	0,73	0,76
<b>Mediana</b>	1	1	1	1
<b>Moda</b>	1	1	1	1
<b>Std. Deviation</b>	0,28	0,34	0,33	0,33
<b>Percentile</b>				
<b>25-esimo</b>	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>50-esimo</b>	1	1	1	1
<b>75-esimo</b>	1	1	1	1

**Grafico 4. 1: Andamento delle raccomandazioni o giudizi espressi per anno**



#### 4.3.4 I fattori da cui dipendono i giudizi di valore

Si tratta ora di analizzare se e in che modo il giudizio di valore, qui rappresentato dalla variabile delta, venga a dipendere dalle variabili sopra indicate. Si sono testate diverse regressioni partendo dal modello generale [1], in cui si sono incluse tutte le variabili d'interesse e successivamente lo si è ridotto, sulla base dei risultati di volta in volta ottenuti<sup>145</sup>.

$$\begin{aligned}
 \text{Delta} = & \alpha + \beta_{\text{flussi}} \text{dummy flussi} + \beta_{\text{multipli}} \text{dummy multipli} + \beta_{\text{misto}} \text{dummy misto} + \gamma_{\text{bancario}} \text{dummy bancario} \\
 & + \gamma_{\text{industriale}} \text{dummy industriale} + \gamma_{\text{utilities}} \text{dummy utilities} + \lambda_{2001} \text{dummy 2001} + \lambda_{2002} \text{dummy 2002} + \lambda_{2003} \text{dummy 2003} \\
 & + \eta_{\text{ABN Amro}} \text{dummy ABN Amro} + \dots \text{(tutte le dummy relative ai broker)} \dots + \eta_{\text{Websim}} \text{dummy Websim} + \theta \text{lunghezza} \\
 & \text{orizzonte temporale delle stime analitiche} + \varphi \text{medie dei tassi di attualizzazione} + \varphi \\
 & \text{medie dei premi per il rischio} + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

<sup>145</sup> Impiegando variabili *dummy*, per identificare il modello, è sufficiente inserire n-1 variabili in quanto l' n-esima rimane definita "per differenza". In questo modello e anche nel successivo logit, le variabili lasciate fuori sono le *dummy* relative al settore assicurativo, quelle relative all'anno 2000 e la *dummy* relativa al metodo *patrimoniale* a causa della loro bassa frequenza rispetto alle altre. Con riferimento ai broker, è stato lasciato fuori Actinvest, dal momento che si tratta di una società d'analisi piuttosto a sé stante per tipologia di report redatti (report di una pagina, senza indicazione degli analisti che conducono l'analisi e via dicendo).

Il primo modello selezionato attraverso il metodo di specificazione noto come *stepwise*<sup>146</sup> include la costante, due broker ed il metodo misto (Tabella A.9 in appendice). A partire da questo risultato poco interessante rispetto alle aspettative, si è provato a vedere se si potevano ottenere risultati diversi riducendo l'eventuale "rumore" dovuto all'inserimento di un numero eccessivo di variabili esplicative. Ritenendo ad esempio che il problema potesse essere dipeso dall'aver incluso una troppo semplice definizione della variabile relativa alla data di emissione del report, si sono eliminate le *dummies* relative ai vari anni e si è testata la nuova regressione, sia completa, sia segmentando il dataset in sub-campioni ciascuno corrispondente ai diversi anni. Questa modifica non ha tuttavia stravolto i risultati prima ottenuti. (Tabelle A.10 – A.11 – A.12 – A.13 - A.14, in appendice). Successivamente si sono quindi eliminate anche le variabili "fondamentali", quali le medie di tassi, di premi, di lunghezza dell'orizzonte temporale delle stime analitiche e considerato il modello ridotto:

$$\delta = \alpha + \beta_{\text{flussi dummy}} \text{flussi} + \beta_{\text{multipli dummy}} \text{multipli} + \beta_{\text{misto dummy}} \text{misto} + \gamma_{\text{bancario dummy}} \text{bancario} + \gamma_{\text{industriale dummy}} \text{industriale} + \gamma_{\text{utilities dummy}} \text{utilities} + \lambda_{2001} \text{dummy } 2001 + \lambda_{2002} \text{dummy } 2002 + \lambda_{2003} \text{dummy } 2003 + \eta_{\text{ABN Amro dummy}} \text{ABN Amro} + \dots (\text{tutte le dummy relative ai broker}) \dots + \eta_{\text{Websim dummy}} \text{Websim} \quad [2]$$

Cambiando il set di variabili di partenza, una prima evidenza sembra emergere, ovvero la probabile significatività rispetto al delta dello specifico broker considerato. Sulla base del modello selezionato (Tabella A.15), sembrerebbe infatti che alcuni broker riescano in parte a spiegare il delta. Secondo i risultati ottenuti, Deutsche Bank, Intermonte ed UBS stimano apprezzamenti mediamente più bassi, mentre Merrill Lynch ed Euromobiliare stimano delta mediamente maggiori. A livello di metodo impiegato e di settore analizzato, solo il metodo misto e il settore industriale presentano coefficiente statisticamente significativi. Precisamente, il metodo misto condurrebbe a stime tendenzialmente superiori alla media, mentre il settore industriale sarebbe quello a cui

---

<sup>146</sup> In generale, esistono vari metodi che permettono di specificare come le variabili indipendenti entrano nell'analisi (*enter, remove, forward, backward, stepwise*). Dallo stesso set di variabili, dunque, possono essere costruiti diversi modelli di regressione. La procedura *stepwise* lavora seguendo una logica "step by step" ed esamina le variabili in blocco a ciascuno step decidendo ogni volta, sulla base di tradizionali livelli di tolleranza (tipicamente 0.0001), se esse entrano nel modello o se vanno rimosse. E' quindi la procedura ritenuta migliore.

corrisponde un ottimismo inferiore, ovviamente sempre in media. Questo risultato sembra essere confermato anche quando si riduce ulteriormente la regressione inserendo tra i regressori unicamente i broker ed i metodi di valutazione. Anche suddividendo nuovamente il *dataset* in sottogruppi corrispondenti ciascuno all'anno di emissione del report, qualche broker continua a presentare coefficienti statisticamente significativi, così come il metodo misto nell'anno 2001 e quello basato su flussi nel 2003. Il settore industriale, invece, entra nella regressione nel 2000 e nel 2002, mentre nel 2001 si trova un coefficiente significativo per il settore bancario.

Da questi risultati, congiuntamente a quelli ottenuti da analisi simili precedentemente svolte sullo stesso *dataset* [Bertinetti, Cavezzali, Rigoni, 2005]<sup>147</sup>, emerge che, con una certa probabilità, vi sia una dipendenza del delta, non tanto dal metodo impiegato dall'analista, quanto piuttosto dal broker che ha sviluppato l'analisi.

Regredendo il delta unicamente sui broker del database, i risultati sono quelli riportati nella Tabella A.16 in appendice. Sebbene, l' $R^2$  aggiustato della regressione, misura della "bontà" della regressione, non risulti essere molto elevato ( $R^2$  Adjusted = 6%), va precisato che il  $\delta$  è una grandezza che può dipendere da numerosi elementi, da altre variabili, anche diverse da tutte quelle considerate. Per tale motivo il risultato è comunque da considerarsi interessante.

Con riguardo a questi risultati dunque, le principali considerazioni che possono trarsi sono riportate di seguito:

- a) Le diverse tipologie di parametri che rientrano nei diversi metodi di valutazione, quantomeno limitatamente a quelle considerate da questa analisi (tassi, premi e lunghezza temporale delle stime), sorprendentemente non producono alcun effetto sulla misura dell'apprezzamento/deprezzamento stimato dall'analista. Il risultato è piuttosto singolare vista l'attenzione dedicata dalla letteratura a tali tematiche e la rilevanza di cui spesso si discute, anche in riferimento alla loro determinazione. Sulla base del risultato ottenuto, infatti, la stima del valore condotta dall'analista sembra prescindere dalla misura di questi parametri.

---

<sup>147</sup> In questo lavoro, si sono impiegate alcune regressioni lineari che non includono altre variabili al di fuori dei metodi, del settore e dell'anno di emissione del report e che escludono alcuni broker definiti "non attivi". Il principale risultato che emerge è la non rilevanza del metodo rispetto al delta.

- b) Anche lo specifico metodo di valutazione scelto dall'analista non sembra influenzare in alcun modo le stime ottenute. Metodi diversi, dunque, sembra conducano agli stessi risultati. Che l'analista impieghi stime originali (tipiche dell'analisi fondamentale) o dati di mercato (su cui si fonda la logica dei multipli di mercato) non influisce sul valore del report. Questo risultato è coerente con quello ottenuto al punto a).
- c) In linea con le aspettative, l'appartenenza di un titolo ad un settore piuttosto che ad un altro non pare rilevare ai fini dell'output del report. L'analisi che l'analista conduce e le stime che produce non sono influenzate dalle caratteristiche specifiche di settore.
- d) Il delta dipende dall'identità del soggetto che ha prodotto la stima. Alcuni soggetti si mostrano più o meno ottimisti rispetto alla media. Questo risultato potrebbe essere legato alle diverse competenze ed *expertise* sviluppate dai vari soggetti considerati, ovvero, coerentemente con quanto ampiamente documentato in letteratura, a particolari rapporti tra il broker e la società analizzata. Questo risultato potrebbe infine risultare coerente anche con un eventuale effetto *reputation*.

#### ***4.3.5 L'accuratezza della previsione sul target: un'analisi descrittiva***

L'analisi è condotta su un dataset di prezzi obiettivo emessi nel range temporale considerato (2000-2003). In questo campione, in 2624 casi (l'84.35% del totale) la previsione del prezzo è verso l'alto, l'analista cioè ritiene che correntemente il titolo sia sottovalutato e che quindi vi sarà un apprezzamento, mentre in 487 casi (15.65%) la previsione è di un cambiamento di prezzo verso il basso (si veda Tabella 4. 7).

Come già detto, la definizione di accuratezza assunta in questo lavoro è quella di considerare come "accurati" i target price:

- e) In caso di previsione al rialzo: se il prezzo del titolo dell'azienda valutata supera la previsione durante i 12 mesi successivi all'emissione del report.
- f) In caso di previsione al ribasso: se il prezzo di mercato del titolo cade al di sotto del target previsto durante i 12 mesi successivi all'emissione del report.

Si considera un orizzonte temporale di 12 mesi in quanto la maggior parte dei report indica i target price che si riferiscono a questo specifico orizzonte temporale.

Ad un'analisi complessiva dei dati impiegati, si riscontra che il target price è raggiunto in 48.41% dei casi (Tabella 4. 8). Precisamente, le previsioni al ribasso vengono raggiunte in 376 casi su 487 (77.21%), mentre nel caso di previsioni al rialzo, il target viene raggiunto in 1130 su 2624 (43.06%). Osservando invece i casi in cui la previsione non è stata centrata, il trend è ovviamente opposto. Queste osservazioni lasciano quindi pensare che sia meno frequente sbagliare la previsione quando questa è al ribasso.

**Tabella 4. 7: Stime sui target distinte secondo la direzione della previsione**

FORECAST DIRECTION	TOTALE	
	N	%
Downward forecast	487	15,65%
Upward forecast	2624	84,35%
<b>TOTALE</b>	<b>3111</b>	<b>100,00%</b>

*Tabella 7: “Stime sui target distinte secondo la direzione della previsione”*

**Tabella 4. 8: Frequenze e percentuali di successo/fallimento distinte per direzione della previsione**

FORECAST DIRECTION	Target price achieved		Target price missed		TOTALE	
	N	%	N	%	N	%
Downward forecast	376	77,21%	111	22,79%	487	100,00%
Upward forecast	1130	43,06%	1494	56,94%	2624	100,00%
<b>TOTAL</b>	<b>1506</b>	<b>48,41%</b>	<b>1605</b>	<b>51,59%</b>	<b>3111</b>	<b>100,00%</b>

*Tabella 8: “”*

Questo risultato viene confermato anche da un'analisi delle correlazioni parziali tra la variabile successo/insuccesso<sup>148</sup> e la direzione della previsione<sup>149</sup>. Come si nota

<sup>148</sup> Prima chiamata Y, variabile dicotomica che assume valore pari a 1 nel caso la previsione sia raggiunta o 0 in caso contrario.

dalla Tabella 4. 9, il coefficiente di correlazione è negativo e statisticamente significativo all'1% di significatività.

**Tabella 4. 9: Correlazione parziale tra variabile successo/insuccesso e la forecast direction**

<b>Pearson Correlation</b>	<i>direzione previsione upward/downward</i>
<i>successo/insuccesso</i>	-0,24826
Sig. (2-tailed)	1,88E-23
N	3111

Esaminando poi la distribuzione temporale di una previsione di successo, suddividendo l'analisi a seconda di:

- a. “quando” la previsione è stata raggiunta, ossia dopo quanto tempo,
- b. “tipo” di raccomandazione emessa, i risultati sono quelli riportati nella Tabella 4. 10<sup>150</sup>.

Da quanto si può notare e coerentemente con quanto riportato da Asquith e al. [2005], la maggior parte delle previsioni di successo viene raggiunta entro i primi tre mesi successivi all'emissione del report e, in particolar modo, in corrispondenza a raccomandazioni positive. Quest'ultimo risultato si ripete anche tra i diversi *range* temporali considerati: le percentuali di “successo” in corrispondenza a raccomandazioni favorevoli sono infatti quelle più elevate.

Un'altra interessante evidenza è quella che indica invece un'altra regolarità che si verifica nella relazione tra il raggiungimento del target price e lo specifico criterio valutativo impiegato nell'analisi. Guardando i dati riportati nella Tabella 4. 11 e contrariamente alle aspettative, la maggior parte dei successi sembra essere legata all'impiego di metodi basati sui multipli di mercato. I metodi fondamentali, quali quelli basati sui flussi, si trovano solo al secondo posto in termini di probabilità di individuare una corretta previsione. Questa superiorità dei multipli è solamente apparente non

---

<sup>149</sup> In pratica è stata costruita una nuova variabile *dummy* che assume valore 1 quando la previsione è al rialzo, 0 quando è al ribasso.

<sup>150</sup> Come già detto poco sopra, la varia casistica delle raccomandazioni espresse nei report è stata categorizzata suddividendo in: “raccomandazioni positive” (*strong buy, buy, interesting stock, add, positive opinion* e via dicendo), “raccomandazioni neutrali” (*hold, neutral* e via dicendo) e “raccomandazioni negative” (*sell, reduce, negative opinion* etc).

appena si osserva il Grafico 4. 2 dal quale risulta che usare un certo metodo di valutazione porta a delle probabilità di successo circa uguali a quella di fallimento. Non sembra emergere infatti alcun “*winner method*” che consenta di formulare delle buone previsioni<sup>151</sup>.

**Tabella 4. 10: Frequenza e percentuale dei report che raggiungono il target distinte per il tempo e tipo di raccomandazione**

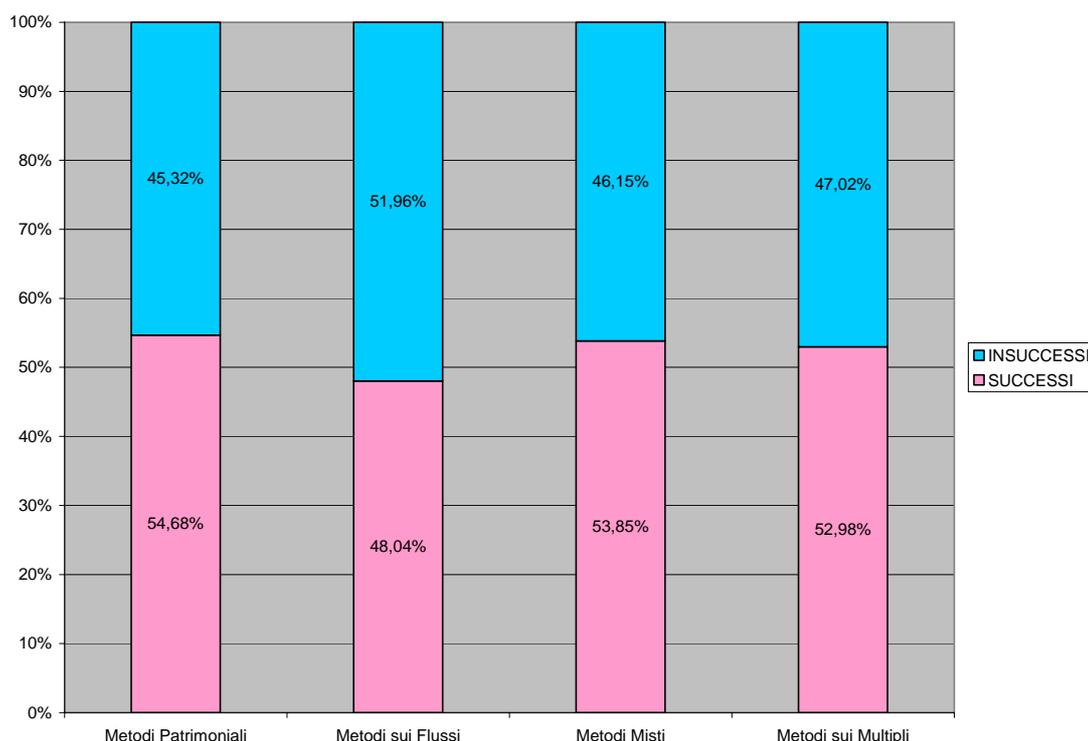
	<b>TARGET RAGGIUNTO IN:</b>									
	<b>1-3 mesi</b>		<b>4-6 mesi</b>		<b>7-9 mesi</b>		<b>10-12 mesi</b>		<b>TOTALE SUCCESSI</b>	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
<b>Raccomandazione Negativa</b>	174	15,37%	13	6,77%	7	5,79%	1	1,64%	<b>195</b>	<b>12,95%</b>
<b>Raccomandazione Neutrale</b>	432	38,16%	46	23,96%	31	25,62%	20	32,79%	<b>529</b>	<b>35,13%</b>
<b>Raccomandazione Positiva</b>	523	46,20%	133	69,27%	83	68,60%	40	65,57%	<b>779</b>	<b>51,73%</b>
<b>Missing Data</b>	3	0,27%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	<b>3</b>	<b>0,20%</b>
<b>TOTALE SUCCESSI</b>	1132	100,00%	192	100,00%	121	100,00%	61	100,00%	<b>1506</b>	<b>100,00%</b>

**Tabella 4. 11: Frequenza e percentuale dei report che raggiungono il target distinte per tempo e metodo di valutazione**

	<b>TARGET RAGGIUNTO IN:</b>									
	<b>1-3 mesi</b>	<b>%</b>	<b>4-6 mesi</b>	<b>%</b>	<b>7-9 mesi</b>	<b>%</b>	<b>10-12 mesi</b>	<b>%</b>	<b>TOT SUCCESSI</b>	
<b>Metodo patrimoniale</b>	54	13,71%	9	14,06%	10	23,26%	3	13,04%	76	14,50%
<b>Metodo basato sui flussi</b>	143	36,29%	27	42,19%	14	32,56%	12	52,17%	196	37,40%
<b>Metodo misto</b>	16	4,06%	3	4,69%	1	2,33%	1	4,35%	21	4,01%
<b>Metodo basato sui multipli</b>	181	45,94%	25	39,06%	18	41,86%	7	30,43%	231	44,08%
<b>TOTALE SUCCESSI</b>	394	100,00%	64	100,00%	43	100,00%	23	100,00%	524	100,00%

<sup>151</sup> Quest’idea sarà testata successivamente dalla regressione logit. Si rinvia al paragrafo successivo.

**Grafico 4. 2: Percentuale di successi/insuccessi per metodo di valutazione**



**Tabella 4. 12: Probabilità di successo/insuccesso a seconda del delta size**

Delta Size (%)	SUCCESSI		INSUCCESSI	
	N	%	N	%
<b>0%-10%</b>	571	70,23%	242	29,77%
<b>10%-20%</b>	475	48,82%	498	51,18%
<b>20%-50%</b>	350	32,89%	714	67,11%
<b>50%-100%</b>	40	30,08%	93	69,92%
<b>&gt;100%</b>	2	11,11%	16	88,89%
<b>TOTAL</b>	1438	47,92%	1563	52,08%

Infine, l'evidenza empirica mostra una sorta di legame tra la probabilità di raggiungere il target price ed il livello di ottimismo degli analisti finanziari. Come documentato anche da Asquith et al. [2005], la probabilità di raggiungere il target price è maggiore in corrispondenza di piccoli cambiamenti stimati dei prezzi che in corrispondenza di grandi. Analizzando il valore assoluto della variabile delta, la

probabilità<sup>152</sup> di ottenere un successo è di circa il 70% quando il delta è incluso tra lo 0% ed il 10%, mentre cade al 30% quando la dimensione del delta aumenta oltre il 20%. Chiaramente, la probabilità di cadere in errore con la propria previsione mostra il trend opposto e complementare<sup>153</sup> (Tabella 4. 12).

#### 4.3.6. L'accuratezza della previsione sul target: un'analisi inferenziale

In questa parte di lavoro si riportano e discutono i principali risultati ottenuti da alcune regressioni logit applicate ai dati della presente ricerca.

Come discusso più ampiamente in altra sede, il modello utilizzato è il seguente:

$$Pr(Y=1/X=x)=F(Xb)$$

in cui si è inserita, come variabile dipendente, la probabilità che il target price venga raggiunto e, come regressori, alcune variabili *dummy* (inizialmente, il settore, la data di emissione del report, il metodo di valutazione) e una variabile quantitativa, il delta<sup>154</sup>.

L'output di SPSS per la prima regressione comprensiva delle variabili del modello di partenza è riportato nella Tabella 4. 13<sup>155</sup>.

Dall'analisi di questi risultati, sembra emergere che la probabilità di ottenere un successo sia positivamente dipendente alla data di emissione del report, dal settore considerato e dal delta, ma negativamente dipendente dal metodo di valutazione impiegato. Sfortunatamente però, quest'ultimo risultato non risulta statisticamente significativo<sup>156</sup> (si veda il *t-value* di D Flussi, D Misto e D Multipli nella Tabella 4. 13).

Il risultato relativo al delta è piuttosto strano e sembra alquanto illogico. Sembra infatti che, al crescere della dimensione dell'apprezzamento/deprezzamento stimato,

---

<sup>152</sup> La probabilità è misurata come: numero di successi/ numero totale di casi osservati in ciascuna delle categorie di delta. Quindi, ad esempio, la probabilità di successo in corrispondenza alla categoria di delta 0%-10% è data da 571 (casi di successo) sul totale dei casi osservati in questa categoria (571+242).

<sup>153</sup> Questa relazione negativa sarà testata nella regressione logit proposta nel paragrafo successivo.

<sup>154</sup> Per la definizione delle variabili si veda sopra.

<sup>155</sup> Come nel caso della regressione lineare, in tutte le regressioni in cui ci sono variabili *dummy* legate ai metodi di valutazione, sono stati rimossi i casi in cui non è stato possibile definire il metodo "principale" sulla base dei criteri illustrati nel capitolo 3.

<sup>156</sup> La *rule of thumbs* seguita per accettare o meno un parametro è considerare come *critical value* della statistica test t (coefficiente/standard error) il valore  $\pm 2$ .

l'accuratezza della previsione aumenti.<sup>157</sup> Questo risultato è contrario alle aspettative e anche ai risultati descrittivi mostrati poco sopra.<sup>158</sup>

**Tabella 4. 13:** *Regressione logit con tutte le variabili considerate nel modello di partenza*

997 unweighted cases accepted.			
354 cases rejected because of missing data.			
6362 cases are in the control group.			
ONLY Logistic Model is requested.			
<b>Parameter Estimates (LOGIT model: (LOG(p/(1-p))) = Intercept + BX):</b>			
<i>Regression Coeff. Standard Error Coeff./S.E.</i>			
DELTA	,10844	,02225	4,87385
D Bancario	,04551	,03250	1,40025
D Industriale	,06469	,03039	2,12877
D Utilities	,06165	,03100	1,98904
D 2001	,03704	,01609	2,30169
D 2002	,02637	,01619	1,62825
D2003	,03960	,01568	2,52498
D Flussi	,00162	,01721	,09434
D Misto	-,00566	,03092	-,18320
D Multipli	-,03238	,01671	-1,93697
Intercept	Standard Error	Intercept/S.E.	
-3,95821	,03244	-122,00374	
Pearson Goodness-of-Fit Chi Square = 50601,712 DF = 986 P = ,000			

**Tabella 13:** “”

Un risultato altrettanto singolare, sebbene concorde con quanto trovato con la regressione lineare, è quello relativo all'irrelevanza dei metodi di valutazione sull'accuratezza delle previsioni. L'output dei report degli analisti e la qualità di questo sembra non dipendere dallo specifico metodo impiegato per l'analisi. Questo risultato,

<sup>157</sup> Si ricorda che, a differenza della regressione lineare, utilizzando un modello logit, il coefficiente della regressione non esprime l'effetto marginale (l'ordine di grandezza) del regressore sulla variabile dipendente, ma solo il “segno” dell'impatto dell'una sull'altra (positive o negative).

<sup>158</sup> Come discusso prima, s'ipotizzava di riscontrare una relazione negativa.

coerente con quanto trovato da Asquith et al. [2005], viene confermato anche aggregando i dati sulla base dei metodi di valutazione, distinguendo solo tra due categorie di metodi, anziché le precedenti quattro: metodi di valutazione fondamentali e metodi basati sui multipli<sup>159</sup>. I risultati di quest'ultima regressione sono quelli riportati nella Tabella 4. 14, in cui si può vedere che il coefficiente relativo alla variabile “metodi basati sui multipli” non è statisticamente significativo ( $t\text{-value} = 0.71785$ )<sup>160</sup>.

**Tabella 4. 14: Regressione logit aggregando i metodi in due nuove dummy**

273 unweighted cases accepted.				
1078 cases rejected because of missing data.				
1186 cases are in the control group.				
Parameter Estimates (LOGIT model: $(\text{LOG}(p/(1-p))) = \text{Intercept} + \text{BX}$ ):				
	Regression Coeff.	Standard Error	Coeff./S.E.	
DELTA	-,00567	,07013	-,08089	
D2001	,05384	,04878	1,10366	
D2002	,01370	,05076	,26996	
D2003	,06466	,04641	1,39318	
D Bancario	-,40701	,22031	-1,84748	
D Industriale	-,20842	,17737	-1,17507	
D Utilities	-,21087	,17707	-1,19092	
DMARKETR	,03232	,04503	,71785	
Intercept Standard Error Intercept/S.E.				
	-4,51522	,18299	-24,67465	
Pearson Goodness-of-Fit Chi Square = 6742,943 DF = 264 P = ,000				

Con riferimento al delta, che nella prima regressione generale ha un coefficiente statisticamente significativo, dopo aver eliminato alcune variabili (metodi di valutazione

<sup>159</sup> Le due nuove *dummy* (*DMARKETR* e *DFUNDAM*) sono così definite: la prima è uguale a 1 se il report impiega come metodo principale i metodi basati sui multipli, 0 altrimenti; la seconda, invece, è uguale a 1 se il report impiega un metodo fondamentale, in caso contrario è pari a zero.

<sup>160</sup> Nel tentativo di ridurre il rumore creato nell'analisi, si sono anche cancellate alcune variabili, prima di tutto quelle relative al tempo, ritenendo che non influissero in modo cruciale sulla bontà della previsione. La regressione, tuttavia, non produce alcun risultato interessante circa i metodi di valutazione, i coefficienti non sono infatti significativi.

o il tempo) perde di significatività, (Tabelle A.17 – A.18 in appendice). Quest'evidenza potrebbe ritenersi un buon risultato perché in questo caso è l'analista che conta e non la sua astuzia (v. supra paragrafo 4.3.1).

Lo step successivo è stato quello di ripetere nuovamente l'analisi, introducendo nello stesso modello logit di partenza, oltre alle variabili relative al settore, ai metodi, al tempo di emissione e al delta, anche le variabili *dummy* relative ai broker, già impiegate prima nella regressione lineare<sup>161</sup>. La finalità è stata quella di testare se e in che modo, lo specifico broker che ha condotto l'analisi potesse esercitare una qualche influenza sulla probabilità di ottenere una previsione di successo.

I risultati che si sono ottenuti sono stati impreveduti ed hanno stravolto quanto trovato in precedenza, (Tabella 4. 15).

Tutte le variabili relative ai metodi di valutazione diventano statisticamente significative all'interno del modello. Precisamente, a metodi basati sui multipli e sui flussi, corrisponde un aumento della probabilità che il target sia raggiunto, mentre, il metodo misto esercita sulla stessa probabilità un'influenza negativa. Anche il delta diviene significativo e il suo coefficiente possiede il segno ipotizzato inizialmente, ovvero negativo. Si riscontra inoltre un effetto settore che invece prima si era portati ad escludere.

Raffinando la definizione del modello ed escludendo le variabili relative al tempo per i motivi indicati prima (v. supra paragrafo 4.3.5), ciò che si ottiene è riportato nella Tabella 4. 16 che segue.

Sebbene i coefficienti relativi alle variabili d'interesse rimangano significativi, è curioso notare come il segno dell'impatto dei vari fattori si inverta rispetto a prima con riferimento, sia ai metodi di valutazione (si confrontino i coefficienti relativi al metodo misto e quello relativo ai metodi basati sui multipli di mercato), sia al delta, sia ad alcuni dei broker inseriti. L' "effetto settore" rimane invece immutato per cui sembra

---

<sup>161</sup> Sfortunatamente, in questo caso non è stato possibile considerare tutti i broker a disposizione nel *dataset* in quanto dalla combinazione delle varie variabili del modello risultava che alcuni broker non presentavano alcuna variabilità e dunque non consentivano di stimare il modello. Precisamente sono stati esclusi dal test 27 broker. Questo fatto non desta particolari preoccupazioni. Attraverso l'inserimento dei broker, infatti, l'intento non è stato quello di indagare sulle abilità specifiche di ciascun soggetto distinto, ma semplicemente quello di tener conto di un possibile "effetto individuo", su cui poter eventualmente indagare in modo più approfondito in altra sede, sviluppando anche un'*analisi panel*, qualora fosse possibile superare le difficoltà tecniche nella definizione del panel accennate prima. Nonostante quest'esclusione la numerosità dei dati rimane comunque buona.

essere confermato che la tipologia di azienda valutata sia un fattore da cui il successo della previsione dipende.

**Tabella 4. 15: Regressione logit aggiungendo le dummy relative al broker**

997 unweighted cases accepted.			
354 cases rejected because of missing data.			
20696 cases are in the control group.			
Parameter Estimates (LOGIT model: $(\text{LOG}(p/(1-p))) = \text{Intercept} + \text{BX})$ :			
	Regression Coeff.	Standard Error	Coeff./S.E.
D flussi	,04506	,00622	7,24211
D misto	-,03310	,01204	-2,74965
D multipli	,04131	,00600	6,89115
D ABN Amro	,14862	,01451	10,23980
D Banca Akros	-,55987	,01040	-53,81386
D Banca IMI	-,32951	,00955	-34,52080
D Banca Leonardo	-1,20445	,02798	-43,04442
D Caboto	,46672	,00659	70,84163
D Cheuvreux	-,82789	,01148	-72,13451
D Credit Suisse	-,46733	,01483	-31,51974
D Deutsche Bank	,20769	,00657	31,61385
D Eptasim	-,60331	,01228	-49,12807
D Euromobiliare	,02915	,00507	5,75151
D Intermonte	-,10656	,00601	-17,71915
D Lehman	,03260	,00805	4,04859
D Rasfin	,05020	,01030	4,87300
D Santander	,07630	,01555	4,90566
D Unicredit	-,24191	,00970	-24,94411
D Bancario	,51809	,01287	40,25827
D Industriale	,44172	,01224	36,08197
D Utilities	,46906	,01241	37,78442
D 2001	-,02258	,00562	-4,01488
D 2002	-,05467	,00599	-9,13429
D 2003	-,07138	,00584	-12,21424
DELTA	-,34133	,00808	-42,24025
	Intercept	Standard Error	Intercept/S.E.
	-1,66281	,01346	-123,56222
Pearson Goodness-of-Fit Chi Square = 669625,695 DF = 971 P = ,000			

**Tabella 4. 16:** *Regressione logit aggiungendo le dummy relative al broker, ma escludendo il tempo*

997 unweighted cases accepted.			
354 cases rejected because of missing data.			
18581 cases are in the control group.			
ONLY Logistic Model is requested.			
Parameter Estimates (LOGIT model: $(\text{LOG}(p/(1-p))) = \text{Intercept} + \text{BX}$ ):			
	Regression Coeff.	Standard Error	Coeff./S.E.
D Flussi	,08187	,00618	13,25264
D Misto	,39282	,01163	33,76927
D Multipli	-,04105	,00603	-6,80319
D ABN Amro	-,45179	,01689	-26,75548
D Banca Akro	-,76031	,01072	-70,91725
D Banca IMI	,02908	,00855	3,40230
D Banca Leonardo	-,04479	,01891	-2,36809
D Caboto	-,14187	,00720	-19,71816
D Cheuvreux	-,07074	,00883	-8,01138
D Credit Suisse	,22939	,01183	19,39414
D Deutsche Bank	-,20691	,00695	-29,77439
D Eptasim	-,07752	,01031	-7,51545
D Euromobiliare	-,23728	,00518	-45,79865
D Intermonte	-,11057	,00562	-19,66793
D Lehman	-,34527	,00844	-40,93169
D Rasfin	-1,25206	,01531	-81,78481
D Santander	-,57010	,01822	-31,28743
D Unicredit	-,72337	,01027	-70,44171
D Bancario	,26185	,01211	21,61385
D Industriale	,38885	,01141	34,07750
D Utilities	,27045	,01161	23,29417
DELTA	,25311	,00793	31,90310
	Intercept	Standard Error	Intercept/S.E.
	-1,59344	,01144	-139,26285
Pearson Goodness-of-Fit Chi Square = 636585,250 DF = 974 P = ,000			

Nonostante l'incertezza nel segno del coefficiente, le regressioni precedenti hanno messo in luce l'esistenza del legame cercato anche prima, attraverso le regressioni lineari, tra l'output del report e la metodologia impiegata dall'analista. Questa circostanza permette anche di riallacciare la connessione tra le fasi del percorso “*input-modello-output*” che, sulla base dei risultati riportati, prima sembrava interrotta. Interessati più al legame tra modello e output che allo specifico apporto dei vari tipi di metodi, si testa nuovamente la regressione, eliminando le singole variabili sui metodi e inserendo una variabile più generale che permette di distinguere tra:

- a) report in cui è individuabile il metodo principale. In questo caso la variabile assume valore pari a 1.
- b) report in cui il metodo principale non è stato ricavabile. La variabile assume valore pari a zero.

I risultati ottenuti sono quelli riportati di seguito (Tabella 4. 17).

Il coefficiente della nuova variabile (*DM*) è significativo e negativo. Questo vorrebbe significare che la bontà della previsione è dipendente dal modello utilizzato e, stranamente, nei report maggiormente approfonditi, in cui l'analista fornisce tutti gli elementi per comprendere il metodo prevalente rispetto agli altri, in realtà egli elabora previsioni meno accurate (la probabilità che il target venga centrato diminuisce). L'investitore che legge un report in cui gli è possibile individuare con relativa semplicità il modello valutativo impiegato, a prescindere dal grado di approfondimento dell'analisi, probabilmente si sentirà maggiormente “confortato” rispetto alla raccomandazione d'investimento fornita. L'immagine che egli percepisce potrebbe infatti essere quella di avere a che fare con un'analisi fondata e ragionata rispetto a quei report in cui il procedimento valutativo rimane incomprensibile. Se il risultato di quest'ultima analisi venisse ulteriormente confermato, tuttavia, la sensazione di sicurezza creata sarebbe soltanto apparente. La relazione negativa trovata indicherebbe che l'analista non impiega e comunica i propri metodi sulla base di una loro effettiva superiorità o adeguatezza alla situazione, ma unicamente per fornire una sorta di giustificazione alle proprie previsioni di prezzo, a prescindere dalla loro effettiva bontà ed attendibilità.

**Tabella 4. 17: Regressione logit con la nuova variabile dummy metodi presenti**

3001 unweighted cases accepted.			
1598 cases rejected because of missing data.			
51416 cases are in the control group.			
4 cases rejected because no. responses is greater than no. subjects.			
ONLY Logistic Model is requested.			
Parameter Estimates (LOGIT model: $(\text{LOG}(p/(1-p))) = \text{Intercept} + \text{BX}$ ):			
	Regression Coeff.	Standard Error	Coeff./S.E.
D ABN Ambro	,05385	,00761	7,07268
D Banca Akros	,24526	,00516	47,51429
D Banca IMI	-,20682	,00585	-35,33227
D Leonardo	,08583	,00724	11,85574
D Caboto	,21316	,00461	46,25197
D Cheuvreux	,34154	,00528	64,70717
D Credit Suisse	-,10272	,00734	-13,98926
D Deutsche Bank	,09222	,00329	28,05709
D Eptasim	,32789	,00709	46,26503
D Euromobiliare	,09380	,00312	30,09736
D Intermonte	,08238	,00337	24,42282
D Lehman	,13267	,00589	22,50921
D Rasfin	,45369	,00731	62,03733
D Santander	,51143	,00681	75,14178
D Unicredit	-,14830	,00519	-28,57900
D Bancario	,05025	,00607	8,27833
D Industriale	,03836	,00578	6,63638
D Utilities	,09967	,00581	17,14156
DELTA	,00895	,00486	1,84252
DM	-,00527	,00202	-2,60967
Intercept Standard Error Intercept/S.E.			
	-1,49826	,00587	-255,26813
Pearson Goodness-of-Fit Chi Square = 1796553,27 DF = 2980 P = ,000			

In conclusione, ciò che emerge dall'analisi inferenziale può essere sintetizzato dai seguenti due punti:

- 1) L'importanza del metodo di valutazione nella determinazione delle previsioni di prezzo non è evidente.

I risultati ottenuti dalla regressione lineare non permettono di individuare alcun legame tra il metodo di valutazione impiegato e la previsione di prezzo effettuata. Sembra piuttosto emergere una certa rilevanza del soggetto che ha condotto l'analisi.

L'analisi logit mette invece in luce una certa dipendenza, seppur non chiara, tra la probabilità di ottenere una previsione di successo e le metodologie valutative impiegate nell'analisi, purché s'inserisca nel modello di regressione anche il soggetto che ha redatto il report.

Il fatto che questo legame con i metodi emerga solo nel momento in cui si inserisce il broker che ha condotto l'analisi fa ritenere che sia più importante chi conduce l'analisi che come viene condotta.

La non rilevanza del metodo di valutazione sarebbe coerente:

- con un'ipotesi di "indifferenza" tra i metodi: qualsiasi sia la tecnica impiegata conduce allo stesso risultato;
- con l'ipotesi per cui un analista impiega il metodo di valutazione che maggiormente si adatta e giustifica le previsioni di prezzo formulate a priori;
- con l'evidenza in base alla quale gli analisti troppo spesso non si preoccupano di fornire al lettore di un report i dettagli necessari per comprendere il metodo valutativo impiegato.

2) Le previsioni di successo dipendono dal broker che ha emesso l'analisi (effetto analista). Non è invece evidente l'incidenza che la misura dell'apprezzamento/deprezzamento stimato ha su una previsione di successo. Questo risultato vanifica la profittabilità di eventuali comportamenti opportunistici, come quelli di emettere target price relativamente vicini al prezzo corrente di mercato. I due risultati lasciano invece presupporre che vi sia un "effetto abilità" in base al quale si distinguono i soggetti più o meno abili a formulare previsioni di successo.