



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Amministrazione, Finanza e Controllo
(ordinamento ex D.M. 270/2004)

Tesi di Laurea

TARGET PRICE ACCURACY E METODI DI
VALUTAZIONE DEGLI ANALISTI FINANZIARI

Relatore

Ch. Prof. Ugo Rigoni

Correlatore

Ch. Prof. Antonio Proto

Laureanda

Veronica Carpenedo

Matricola 832405

Anno Accademico

2016 / 2017

Alla mia forza interiore: a te Mamma.

ABSTRACT

L'elaborato è composto da una prima parte volta a descrivere il concetto di valutazione d'azienda e i relativi metodi esistenti a livello teorico. Il tutto è collegato all'operato degli analisti finanziari indirizzato a fornire non solo il target price relativo al titolo d'investimento, ma anche previsioni e raccomandazioni riguardanti l'andamento e le caratteristiche di ciascuna azienda. Nella seconda parte viene presentata un'analisi empirica condotta su un campione di 615 report finanziari relativi a 41 aziende, dove per ciascun report sono stati individuati e classificati gli elementi principali. In particolare si è cercato di individuare l'azienda analizzata, il relativo settore di appartenenza, l'azienda broker e il gruppo di analisti che ha svolto la valutazione, nonché la data del report, il codice identificativo del titolo (Sedol) e il relativo codice di borsa (Isin). Per quanto riguarda la parte valutativa, si sono tenuti in considerazione il prezzo corrente di mercato, il target price che emerge dalla valutazione dell'analista e quello previsto precedentemente, l'EPS (earning per share) effettivamente realizzato e quello stimato ad un anno e la raccomandazione d'investimento. Infine, sono stati classificati i metodi di valutazione emersi dal contenuto di ciascun report, e in base alla metodologia sottostante, nel caso in cui fossero utilizzati più metodi valutativi, sono stati divisi i primari da quelli secondari. Il fine ultimo dell'analisi empirica è quello di constatare l'esistenza o meno di una relazione tra alcuni elementi del processo valutativo e il target price offerto dagli analisti finanziari attraverso la compilazione di suddetti report.

Indice

INTRODUZIONE.....	1
1. IL VALORE AZIENDALE.....	5
1.1. Definizione di valore	5
1.2. Le determinanti del valore.....	7
1.3. Il valore economico.....	8
1.4. La valutazione aziendale: finalità e caratteristiche.....	11
1.5. Le fasi del processo valutativo.....	14
1.6. I metodi di valutazione.....	15
2. GLI ANALISTI FINANZIARI.....	19
2.1. Il Ruolo.....	19
2.2. Il Report.....	23
3. L'ANALISI EMPIRICA.....	29
3.1. Quesiti della ricerca.....	29
3.2. Selezione e descrizione del campione.....	31
3.3. La classificazione dei metodi di valutazione.....	33
3.4. Classificazione variabili.....	36
4. RISULTATI EMPIRICI.....	42
4.1. Analisi descrittiva.....	42
4.2. Modello di regressione lineare.....	56
CONCLUSIONI.....	66
BIBLIOGRAFIA.....	70
SITOGRAFIA.....	73
APPENDICE TABELLE.....	74

INTRODUZIONE

Lo scopo del seguente lavoro è di analizzare l'impatto delle diverse scelte degli analisti finanziari riguardo l'approccio valutativo sull'accuratezza del *target price*. Stando alla letteratura e pratica professionale vi sono diversi metodi valutativi per condurre una valutazione aziendale, il cui scopo è quello di individuare e misurare il relativo valore. Questo ultimo comprende sia il valore associato ai beni che compongono il patrimonio dell'impresa, sia le potenzialità reddituali future. Misurare il valore di un'azienda permette di conoscere la sua capacità di generare nuovo valore nel tempo, e quindi di operare in modo da massimizzare tale capacità. La valutazione in tal senso risulta importante non solo per l'azienda in sé, ma anche per i principali soggetti con cui entra in contatto attraverso l'esercizio del suo operato. Il valore aziendale si declina in varie configurazioni a seconda dello scopo e della situazione per cui viene misurato. In particolare, la capacità dell'azienda di generare valore, risulta fondamentale per gli investitori che vogliono impiegare il loro patrimonio in attività redditizie. In tal caso la configurazione di valore a cui si fa riferimento è quella di Capitale Economico o detto anche Valore Economico del capitale, secondo il quale l'azienda viene valutata *stand-alone* e *as-is*.

Una volta definito lo scopo della valutazione e la configurazione di capitale opportuna, è necessario che il processo valutativo sia svolto secondo determinate caratteristiche e procedure. Al fine di rendere la valutazione, o meglio il valore risultante da questa, un elemento oggettivo indipendente dal soggetto valutatore sono stati introdotti dei principi, sia a livello nazionale che internazionale, i quali mirano a diffondere una cultura valutativa generale.

Vi sono diverse metodologie valutative adottate dagli analisti finanziari, tradizionalmente divise in due macro categorie: i metodi fondamentali e quelli basati sui multipli di mercato.

I primi poggiano sui fondamentali dell'azienda: sono i metodi finanziari e reddituali basati sui flussi, piuttosto che i metodi patrimoniali basati sui valori emergenti dal bilancio d'esercizio rettificati e oppure ancora i metodi misti. I multipli di mercato, invece, calcolano il valore aziendale sulla base di comparazioni con aziende simili o appartenenti allo stesso settore. I metodi fondamentali si costruiscono su orizzonti temporali più lunghi e su misure specifiche delle imprese analizzate, questa loro complessa natura li rende più onerosi in termini sia di

tempo che di errori di previsione. D'altra parte i metodi basati sui multipli di mercato risultano di più facile impiego in quanto è possibile trovare i dati nel mercato, a discrezione però di una minore accuratezza. Questo è affermato anche in letteratura in quanto tale valutazione, statica e relativa, prevede che l'azienda venga comparata al trend del settore di appartenenza o alla performance di un'altra azienda simile.

Sulla base dell'affermazione di Buongiorno nel suo libro (2016), - "il valore è soltanto un numero mentre gli aspetti critici risiedono nelle modalità attraverso le quali si perviene ad esso" -, si sviluppa l'intero lavoro.

Allo scopo di comprendere quali sono i fattori che incidono sul valore finale, dopo aver analizzato nel dettaglio il ruolo degli analisti finanziari e i principali metodi di valutazione da essi adottati, si analizzano per intero i testi dei report emessi dagli stessi analisti, in particolare dai *sell-side analysts*. Una volta raccolti i dati necessari, si creano una serie di variabili, contenenti i fattori ritenuti direttamente correlati con la valutazione del *target price*, successivamente queste saranno inserite all'interno di modelli di correlazione lineare al fine di testare alcune ipotesi.

È innanzitutto possibile suddividere i report in due categorie. Ci sono report che forniscono informazioni riguardo al processo valutativo adottato, altri invece che non contengono nessuna informazione al riguardo. Si vuole pertanto testare se la presenza di tali informazioni impatti positivamente sull'accuratezza del *target price*, in quanto la mancata rilevazione della procedura applicata non permette di ripercorrere il calcolo eseguito e quindi si presuppone porti ad una minore accuratezza del risultato finale.

Gli analisti possono usare diversi metodi valutativi per misurare il *target price*, questi possono essere impiegati secondo una scala gerarchica che preveda l'individuazione di un metodo considerato primario. Un metodo è definito primario quando è l'unico metodo utilizzato nella valutazione oppure gli altri metodi eventualmente utilizzati sono subordinati e sono prevalentemente usati come supporto per il risultato fornito dal metodo primario. Tutti i metodi che non sono primari sono definiti secondari, tuttavia vi è una distinzione da fare tra: i metodi secondari o di controllo che vanno a supportare il principale metodo impiegato e i metodi secondari che pervengono alla previsione del *target price* sulla base di una media dei loro risultati, in quanto non è presente un metodo primario. In generale si ipotizza che la presenza di un metodo primario porti ad una maggiore accuratezza del *target price*, ed inoltre

la selezione di un metodo primario fra tanti sia migliore rispetto alla valutazione basata totalmente su un solo metodo.

Sulla base delle premesse ci si attende che l'utilizzo di diversi metodi di valutazione da parte degli analisti porti differenti livelli di accuratezza del *target price* finale, in particolare considerando la principale distinzione tra metodi fondamentali e multipli di mercato, ci si aspetta che l'impiego dei primi porti a dei risultati più soddisfacenti.

In riferimento ai metodi secondari si presume che il diverso genere non impatti sull'accuratezza del *target price*, piuttosto essi migliorino il risultato finale fornendo supporto al metodo primario adottato.

Oltre alle precedenti ipotesi, oggetto già di diversi studi condotti da altri autori tra questi Cavezzali, Rigoni e Nathan (2014), si vogliono testare nuove ipotesi.

Per riassumere l'effetto che l'applicazione di più metodi fornisce al risultato finale si vuole testare se il numero di approcci valutativi impiegati influisce sull'accuratezza del valore finale.

Si è deciso di focalizzare l'attenzione al di fuori delle caratteristiche dei metodi di valutazione impiegati, elemento oggettivo del processo, e analizzare gli elementi maggiormente collegati alle peculiarità del soggetto che compie la valutazione. In particolare si tiene in considerazione il numero di analisti che compongono il team di valutazione, e si attende che all'aumentare della numerosità del gruppo aumenti anche l'accuratezza del *target price*.

Successivamente, suddividendo il campione in base agli analisti, si vuole testare se nel complesso le caratteristiche delle diverse case di brokerraggio impattino diversamente sull'accuratezza del valore finale. Ci si attende, in linea con le considerazioni teoriche, che gli elementi soggettivi collegati alla peculiarità del valutatore non incidano sul risultato della stima in quanto il valore finale deve essere oggettivo e il più indipendente possibile dal soggetto che lo ha misurato.

In generale, analizzare i fattori che determinano il valore aziendale non è facile, e per alcuni versi neppure possibile, in quanto vi sono elementi difficili da prevedere e allo stesso tempo da analizzare. Questo lavoro cerca comunque di offrire una base interpretativa per una conoscenza dei principali fattori che influiscono sulla misurazione del *target price*.

Il lavoro è organizzato come segue: il Capitolo 1 definisce il valore aziendale e le principali caratteristiche del processo valutativo; il Capitolo 2 introduce il ruolo degli analisti finanziari e descrive i relativi report; il Capitolo 3 descrive il campione, le variabili generate e le ipotesi formulate; il Capitolo 4 riporta i risultati dell'analisi condotta. In fine si termina con le personali considerazioni conclusive.

1. IL VALORE AZIENDALE

1.1. Definizione di valore

Il concetto di valore rappresenta il punto saliente nel mondo in cui viviamo. L'uomo da sempre cerca di interpretare la realtà in cui vive al fine di compiere azioni volte a raggiungere e migliorare il proprio benessere. La maggior parte delle azioni compiute dalle persone, manifesta una fondamentale finalità orientata all'affermazione di sé come individui e collettività. In questa manifestazione innata, si può osservare una tendenza all'autoconservazione, non volta solamente al mero perseguimento della specie, bensì ad un livello molto più individuale, mira all'espressione della propria individualità. Tale finalismo appare come una sorta d'istinto, non formalizzato e privo d'intenzionalità, appartiene a tutti i sistemi vitali, quali singoli individui o compagini sociali, e rappresenta il filo conduttore dei loro comportamenti. Tale meccanismo si attua mediamente un processo di autorganizzazione che permette di reagire ad avvenimenti casuali non previsti, attraverso mutamenti dell'organizzazione. Questi cambiamenti non sono volti alla distruzione dell'organizzazione preesistente, ma alla ri-organizzazione che consente l'emergere di nuove proprietà (Rocchi, 2001, pag.1).

Da questa spiegazione filosofica della manifestazione innata all'autoaffermazione di sé di ogni uomo, si vuole collegare il concetto di azienda, essa è un sistema sociale artificiale, ossia creata dagli uomini e finalizzata ai loro scopi. Questi ultimi derivano dalla loro "mente" "coscienza" e responsabilità, quindi dai soggetti che la fanno esistere. In tal senso chiudendo il cerchio, dato che l'uomo cerca la propria felicità compiendo azioni volte a raggiungere il proprio bene, le aziende trovano ragion d'essere e energia vitale nel perseguire la felicità delle persone che le hanno generate.

Tutto ciò accade quando la condotta, gestione dell'azienda si svolge secondo una dinamica di distinzione, affermazione e sviluppo dell'identità dell'organizzazione, nel modo giudicato soddisfacente dai soggetti stessi che ne condizionano l'esistenza. Ed è qui che prende posto il concetto di valore, inteso come giudizio dato ad ogni singolo elemento impiegato nel soddisfacimento generale del bisogno avvertito, ossia bisogno di raggiungere e perseguire il bene atteso, attraverso il riempimento della mancanza avvertita (Rocchi, 2001).

Focalizzando l'attenzione nell'obiettivo perseguito, l'azienda cerca di raggiungere il suo scopo attraverso la disponibilità di sufficienti beni esteriori, un patrimonio, congruo in entità e composizione, e una adeguata *capability*. In particolare, sono proprio le competenze intrinseche e le relazioni che l'azienda instaura con l'ambiente circostante ad attribuirle potenzialità di valore.

Il valore è quindi per sua natura soggettivo, in senso filosofico è un'affermazione non dimostrabile, perché riflette le profonde convinzioni di chi lo esprime. Tuttavia quando viene riconosciuto dall'esterno, sulla base della condivisione di tesi sottostanti che hanno portato alla sua formazione, assume una caratteristica più oggettiva.

Il concetto di valore può essere declinato a seconda del contesto di riferimento. Nell'ambito economico il concetto può essere ulteriormente esplicitato. Con il termine valore si fa riferimento alle componenti intrinseche di un bene, indipendentemente dalle possibili situazioni di scambio o compravendita, è sufficiente che esso soddisfi un bisogno. Espresso in termini di risorse monetarie, esso fa riferimento al differenziale positivo generato dalla realizzazione di un progetto di investimento, dalla gestione nel suo complesso. In particolare la creazione di valore avviene quando l'attività aziendale riesce a generare più risorse di quante non ne richieda la sua esecuzione, e tali costituiscono ricchezza per i proprietari dell'attività, e più in generale, per la collettività in cui opera.

C'è da segnalare un frequente errore terminologico che si riscontra in tutti quei casi in cui si manifesta una sostanziale equivalenza tra i concetti di valore e di prezzo. Il prezzo si determina in conseguenza di un processo di compravendita, quindi una contrattazione, dall'incontro tra domanda e offerta. Scaturisce quindi dalla negoziazione tra due volontà che si incontrano. Ogni prezzo ha un suo valore teorico come base di riferimento, che rappresenta la relazione tra le due volontà (Balducci, 2001, pag.31). Basta pensare che prima di negoziare il prezzo, è necessario che ciascuna delle parti interessate nella compravendita, maturi un'idea chiara del valore del bene oggetto di scambio. Tuttavia difficilmente le due grandezze tenderanno a coincidere, a causa di una molteplicità di elementi che entrano in gioco nella fase di passaggio dal valore al prezzo. Su questo punto si ritornerà più avanti.

A questo punto è utile analizzare più nel dettaglio il concetto di valore aziendale, in particolare esso assume i seguenti connotati (Piras L., 2002, AF Analisi Finanziaria):

- Relatività,
- Dinamicità,
- Instabilità.

Interpretare il valore in questi termini, consente di individuare i fenomeni e i processi da cui scaturisce compatibilmente con la natura dell'impresa stessa. In riferimento alla **relatività** è da tenere in considerazione il fatto che il valore è influenzato da un insieme di circostanze. A prescindere dalla soggettività di chi esprime il giudizio, argomento che verrà trattato nel corso dell'operato, il valore viene misurato e espresso solo in termini di confronto con elementi di comune condivisione, nonché in termini di grandezze confrontabili e relative ad un medesimo istante. Gli elementi di comune condivisione in tal senso sono (Guatri, 1998):

- a. L'unità monetaria di conto;
- b. Il valore finanziario del tempo, espresso in termini di un tasso di attualizzazione;
- c. Le stime sugli importi rilevanti ai fini del calcolo;
- d. Le aspettative e la percezione del rischio – tipicamente soggettive – che riflettono sul tasso di attualizzazione del punto b;

Per quanto riguarda la **dinamicità** del valore, questa attiene al fatto che esso si genera e si misura in termini differenziali. Ciò sta a significare che è l'evolversi stesso delle dinamiche d'impresa che genera o distrugge i flussi aggiuntivi, che rappresentano in un dato momento, il valore. È facile intuire l'impatto che varietà e variabilità interna ed ambientale ha sulla generazione dei flussi. Infine ricollegandoci all'impatto prodotto dai continui cambiamenti interni e esterni all'istituto aziendale, è possibile descrivere il connotato di **instabilità**. Il numero dei fattori rilevanti nella definizione di valore e le varie combinazioni possibili degli stessi, impediscono di considerare elementi di calcolo e risultati come definitivi. Il valore deve essere costantemente misurato ed è soggetto a continui controlli e revisioni.

1.2. Le determinanti del valore

Per comprendere la creazione del valore aziendale è necessario individuare e capire dove il valore viene creato, questo passaggio porta ad identificare "le determinanti del valore". Ce ne possono essere moltissime, ciascuna aggiunge una frazione al valore totale dell'impresa.

Nel compiere una valutazione, tuttavia non è necessario, né consigliato, determinare, analizzare e comprendere tutte le determinanti del valore, bensì è più conveniente concentrarsi su quelle che contribuiscono maggiormente alla sua formazione. Queste in riferimento alla loro importanza vengono definite “determinanti chiave del valore”. Ovviamente le determinanti chiave del valore sono diverse a seconda delle caratteristiche dell’impresa analizzata, del settore in cui essa opera e della realtà che la circonda.

Le determinanti del valore si possono distinguere tra determinanti finanziarie e quelle operative. Le prime misurano in termini strettamente monetari le prestazioni di un’azienda per un determinato periodo di tempo, e tendono ad essere generalizzate a livello di unità operative, aziende o settori. Quelle più tipiche sono il ritorno sul capitale investito (ROIC), il ritorno sul capitale proprio (ROE), i margini operativi, la crescita dei ricavi e i cambiamenti del capitale circolante. Le determinanti operative del valore, invece tentano di esplicitare in termini monetari, i valori creati da elementi aziendali, non espressi in tal senso nella loro natura. Il passaggio in questo caso è duplice ossia è necessario riconoscere la creazione di valore da un determinato fattore aziendale, e valutarlo trasformando il relativo valore astratto in potenziale valore economico monetario per l’azienda. Proprio per il loro valore intrinseco, le determinanti operative sono peculiari di ciascuna azienda e assumono valore a seconda della circostanza. Alcuni esempi di determinanti del valore operative sono: forza del marchio, potere di negoziazione dei fornitori, potere di innovazione, minaccia/protezione da normative.

1.3. Il Valore economico

Dopo aver individuato e misurato le determinanti del valore, è necessario calcolare in maniera generale il valore aziendale.

L’azienda come primo strumento di rendicontazione della propria attività redige il Bilancio d’esercizio, il quale è composto dagli schemi dello Stato Patrimoniale, del Conto Economico e dalla Nota integrativa. Esso rappresenta storicamente il primo mezzo di comunicazione obbligatoria, al quale si aggiungono la Relazione sulla gestione e quella del collegio sindacale della società di revisione. Lo scopo di questa documentazione obbligatoria è quello di assicurare un livello minimo di trasparenza e correttezza a tutela dei propri creditori e allo

stesso funzionamento del mercato, secondo quanto disposto dall'art. 154-ter del Testo Unico della Finanza.

Il bilancio è finalizzato a dare una rappresentazione a consuntivo dei risultati di impresa, esso infatti è caratterizzato da principi di prudenza, continuità e competenza per cui si basa su quello accaduto fino a quel momento e non restituisce alcuna informazione prospettica. Il bilancio quindi presenta dei limiti che impediscono di far emergere il reale valore aziendale. Essi derivano dalla logica sottostante che non consente di mostrare valori attendibili perché agganciati a costi storici, in più l'impiego di criteri di valutazione prudenti fa dipendere il capitale aziendale dalle sole dimensioni di costo e ricavo a consuntivo. Quindi il patrimonio netto contabile, di regola è sempre inferiore al valore d'azienda, perché non comprende le prospettive future di reddito, e non tiene nemmeno conto dei maggiori valori del patrimonio rispetto a quelli iscritti in bilancio.

Il patrimonio netto contabile perciò rappresenta una visione prudente di quanto vale un'impresa. Inoltre esso varia a seconda della fase di vita in cui viene valutata l'azienda, nella fase di costituzione (capitale di costituzione), in quella di interruzione dell'attività (capitale di liquidazione) oppure nelle altre ipotesi di operazioni straordinarie, che si possono realizzare o meno nel corso della vita (capitale economico).

Durante l'intera vita dell'azienda, dal momento della sua costituzione fino a quello della sua cessazione, si manifesta sicuramente più volte e sotto molteplici aspetti, la necessità di eseguire una propria valutazione. Con riferimento alla medesima entità oggetto di stima, - che può essere appunto l'azienda nella sua interezza, oppure un ramo della stessa, piuttosto che un pacchetto azionario -, è possibile ottenere diverse configurazioni di valore del relativo capitale aziendale. Le varie configurazioni di valore, rispondono a esigenze diverse, per cui è necessario aver chiaro fin da subito a quale di queste ci si riferisce, perché per ogni tipo di configurazione variano i criteri di stima, il valore attribuito ai singoli elementi e quindi il valore attribuito all'intero patrimonio aziendale.

La configurazione del valore del capitale aziendale che viene tenuta in considerazione quando l'azienda viene osservata nell'ottica di un qualsiasi investitore attuale o potenziale, a titolo di capitale di rischio: si tratta del, **Capitale economico o valore economico del capitale**. Questo è il valore generale, stimato da un soggetto indipendente attraverso una valutazione *stand-alone*, ossia considerando l'azienda impegnata in una gestione autonoma priva da legami

operativi e finanziari rispetto al contesto economico di riferimento, e attraverso un'analisi *as-is*, secondo la derivazione inglese "così come' è" che sottende di considerare l'azienda nella sua attuale condizione di funzionamento. L'entità in oggetto, verrà dunque osservata in maniera indipendente rispetto agli altri complessi aziendali che la circondano e con cui ha sviluppato relazioni funzionali al perseguimento della sua attività, inoltre viene mantenuta l'ipotesi di conservazione dell'attuale modello strategico e gestionale concretizzato dall'azienda, ovvero del cosiddetto *business model*.

Gino Zappa afferma che "il capitale economico o valore economico del capitale" non è un fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri" (Zappa, Reddito op. cit., 1950, pag. 81).

Guatri (1994) definisce il capitale economico "come un concetto fondamentale di riferimento, il più significativo teoricamente ed il più rilevante praticamente", afferma inoltre che questa concezione, è originale della cultura europea e trova, solo vaghe analogie nel "*fair value*¹" anglo-sassone od in altre similari concezioni".

A livello teorico, il valore del capitale economico di un'azienda dovrebbe quindi esprimere il valore al quale la stessa può essere ceduta nel mercato. In realtà non esiste coincidenza tra valore economico e valore teorico di trasferimento, intendendo quest'ultimo come prezzo teorico di cessione dell'azienda. Questo perché le varie forme in cui può avvenire la transazione, gli interessi e il potere contrattuale delle varie parti in gioco, le condizioni del mercato economico e finanziario nel momento in cui viene a compiersi l'operazione in questione incidono in maniera determinate.

Concludendo il valore economico del capitale rappresenta uno strumento opportuno per tutte le imprese, per misurare il valore proveniente dalla gestione, in più per le imprese quotate si tratta di uno strumento inevitabile per un'adeguata politica di diffusione, del nuovo valore, nei prezzi di Borsa delle azioni negoziate.

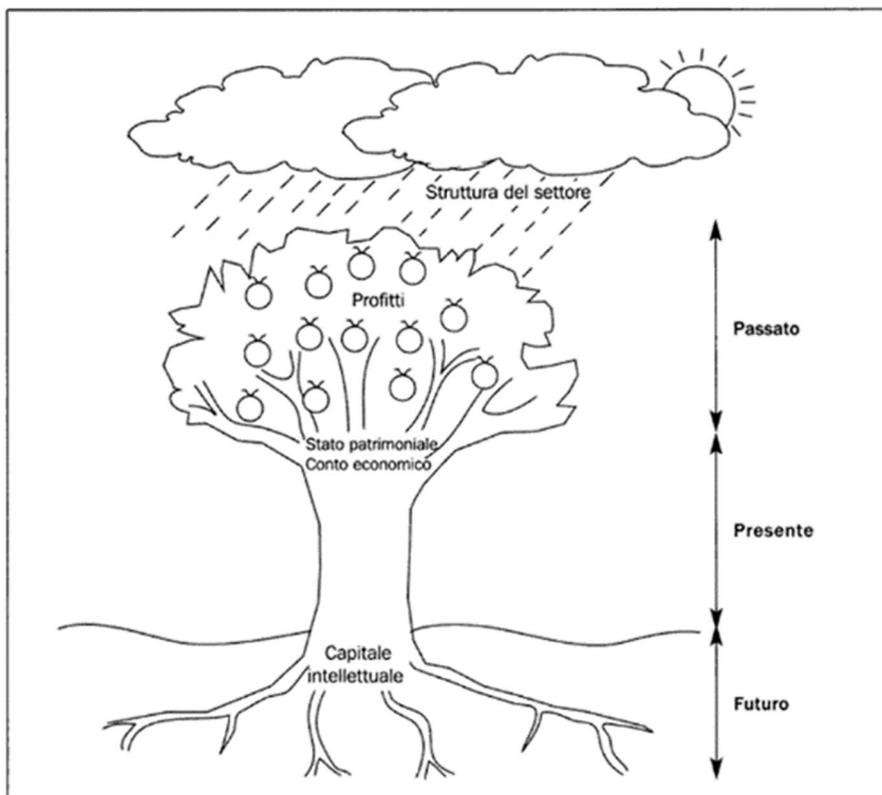
¹ Il *fair value* (valore equo) è il prezzo pattuito in un accordo di vendita stabilito in una libera transazione, dedotti i costi incrementali direttamente attribuibili alla dismissione del bene. In assenza di un accordo vincolante, esso rappresenta il prezzo di mercato, purché vi sia un mercato attivo. In assenza di un mercato attivo il *fair value* può essere ricollegato al prezzo di operazioni precedenti a patto che non siano intervenuti sostanziali cambiamenti tra la data dell'operazione a cui si fa riferimento e il momento corrente. In fine all'interno dello settore industriale è possibile, approssimare il *fair value* a recenti transazioni compiute da imprese similari.

1.4. La valutazione aziendale: finalità e caratteristiche

L'azienda mira a perdurare nel tempo cercando, attraverso l'esercizio della propria attività, di soddisfare i bisogni e desideri dei suoi *stakeholders*. Tale categoria si compone di più soggetti quali i clienti, i fornitori, lo stato, gli azionisti e la società civile, ognuno ha aspettative diverse nei confronti della stessa. Nell'ottica dell'azionista, l'impresa mira a massimizzare il valore aziendale generando un rendimento superiore al capitale investito in essa. Questo obiettivo è il riassunto della teoria della creazione e diffusione del valore, e per realizzarlo è necessario partire dalla valutazione aziendale. Conoscere la grandezza del valore creato, permette di lavorare efficacemente per massimizzarlo al fine di soddisfare nel migliore dei modi le esigenze e aspettative del mercato. Non bisogna dimenticare che è tutto indirizzato al mercato e al modo in cui esso percepisce e misura il valore aziendale.

Attraverso la valutazione di una impresa è possibile indicare lo stato attuale dell'azienda e le sue prospettive future. Gli autori David Frykman e Jakob Tolleryd nel loro libro "Valutare l'impresa" (2005), associano l'impresa ad un albero da frutto (Figura1).

Figura 1 L'analogia dell'albero (fonte "Valutare l'impresa", 2005)



Essi affermano che i frutti su un albero sono espressione dell'esistenza passata, così per un'azienda i suoi profitti sono espressione della strategia passata. Questi frutti, che nel caso delle aziende sono rappresentati dai profitti, sono anche un indicatore di salute dell'albero (complesso aziendale) in un determinato momento, e rappresentano anche i risultati degli sforzi precedentemente compiuti. Essi poi continuano confrontando i rami e il tronco con lo Stato Patrimoniale e il Conto Economico, schemi chiusi disciplinati da una normativa nazionale e internazionale, che insieme alla Nota Integrativa contribuiscono alla formazione del Bilancio, uno strumento di interpretazione e rappresentazione dei comportamenti aziendali e della gestione attuata, volto a individuare lo stato di salute presente dell'azienda.

L'immagine descritta finora non è completa e non permette di individuare la capacità dell'albero di produrre i suoi frutti nel futuro, che per l'impresa tutto ciò si traduce nella generazione di un flusso di cassa positivo (valore). A questo punto è fondamentale analizzare l'altra metà dell'albero sotto terra, ossia il sistema radicale e tutti i fattori esogeni, quali perturbazioni atmosferiche, attacco batterico, utilizzo da parte di altri esseri viventi, con cui l'albero può entrare in contatto e subirne gli effetti. Infatti per prevedere quali potranno essere le prospettive future della società, bisogna analizzare le risorse interne, individuare e misurare il proprio capitale intellettuale, il mercato del settore in cui l'impresa opera, l'immagine dell'impresa percepita dagli *stakeholders* quali clienti, fornitori, stato, lavoratori e investitori.

Essendo le aziende un sistema complesso e articolato, l'esperienza valutativa di tali sistemi, comprende una serie di aspetti che fanno emergere la soggettività del valutatore e la bravura nel percepire gli elementi caratteristici dell'azienda e non direttamente dimostrabili.

La valutazione non è una scienza esatta ma è un giudizio di valore che dipende dal punto di vista dal soggetto che la compie e le relative convinzioni. Tuttavia l'inequivocabile obiettivo perseguito da chiunque compia una valutazione, ossia individuare il valore aziendale al fine di attuare tecniche volte a massimizzarlo nell'interesse economico dei singoli individui e della società in generale, attribuisce alla valutazione un connotato oggettivo. Buongiorno nel suo libro "La Valutazione delle aziende dopo l'introduzione dei PIV" (2016) afferma che il problema dell'oggettività del valore e gli elementi soggettivi apportati dal valutatore nella valutazione aziendale è possibile superarlo attraverso l'analisi del processo valutativo. Egli afferma "il valore è soltanto un numero mentre gli aspetti critici risiedono nelle modalità attraverso le quali si perviene ad esso". L'esigenza di fornire una definizione chiara e condivisa del processo

valutativo è avvertita da molti soggetti, interessati alla valutazione aziendale per diverse finalità.

Sulla base di questa richiesta condivisa è stato costituito in Italia l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), è una fondazione indipendente senza scopi di lucro promossa da Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari (AIAF), Associazione Nazionale dei Direttori Amministrativi e Finanziari (ANDAF), Associazione Italiana Revisori Contabili (ASSIREVI), Borsa italiana, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e Esperti Contabili (CNDCEC), Università Bocconi. L'OIV persegue degli obiettivi specifici volti a definire dei Principi di valutazione e linee guida applicative, in concomitanza con il processo internazionale, e cerca di diffonderli al fine, di sviluppare una cultura valutativa generale. Sono stati approvati nel 2015, i Principi Italiani di Valutazione (PIV) che sono entrati definitivamente in vigore dal 1 gennaio 2016. Questi sono in linea con i principi internazionali di valutazione gli *International Valuation Standard (IVS)* emanati dal *International Valuation Standard Committee*.

Senza entrare nel dettaglio dei principi di valutazione, si individuano gli elementi principali del processo valutativo. La valutazione aziendale infatti deve presentare i seguenti presupposti (Buongiorno, 2016):

- Razionalità della funzione valore. La funzione del valore è la formula matematica attraverso la quale i dati oggetto dell'analisi (driver del valore) producono i risultati finali. I principali metodi di valutazione sono riconosciuti in letteratura e classificati in cinque macro categorie: finanziari, reddituali, patrimoniali, misti e di mercato. La razionalità della funzione del valore va ricercata nella coerenza tra i dati a disposizione e il fine ultimo della valutazione.
- Dimostrabilità dei dati utilizzati. Chi ha compiuto la valutazione deve essere in grado di dimostrare la veridicità dei dati utilizzati, mettendo a disposizione una serie di *disclosure* che comprenda: tipologia dei dati impiegati, modalità di elaborazione degli stessi e le fonti da cui provengono.
- Chiarezza e coerenza dell'elaborato. Deve emergere una corrispondenza tra la base informativa, gli obiettivi del lavoro, le ipotesi formulate e risultati raggiunti. Per esempio, nei report degli analisti finanziari l'obiettivo è individuare il valore della società cercando di riconoscere le reazioni con il prezzo di mercato, non in una logica di controllo aziendale, bensì di scelta di investimento da parte del singolo *stakeholder*.

- Affidabilità, professionalità e competenza del valutatore. Colui che compie la valutazione deve accertarsi di circoscrivere il più possibile la discrezionalità della stima. Tantomeno devono esserci conflitti di interesse, tali da impedire al valutatore di esprimere un giudizio corretto.

Da quanto esposto finora è possibile affermare che non esiste un valore d'impresa oggettivo e unico per tutte le circostanze, piuttosto come afferma anche Buongiorno (2016): "Non esiste pertanto il giusto valore dell'impresa ma valori più o meno condivisibili." E tali valori risulteranno condivisibili solo se il processo di valutazione è avvenuto in maniera valida.

1.5. Le fasi del processo valutativo

Affinché un processo di valutazione sia considerato valido, esso deve avvenire attraverso una serie di fasi: preliminare, esecutiva e di sintesi.

Nella **fase preliminare**, il valutatore deve in primis aver ben chiari la finalità e l'oggetto del lavoro. Come precedentemente spiegato ci possono essere molteplici configurazioni di valore a seconda della finalità perseguita e dell'oggetto della valutazione. Una chiara conoscenza degli stessi porta ad orientare il lavoro verso il risultato richiesto. Diversi sono gli ambiti in cui può essere condotta la valutazione aziendale, è possibile elencarne alcuni:

- Operazioni di finanza straordinaria, come per esempio operazioni di acquisizioni, cessioni, conferimenti, scissioni, fusioni, trasformazioni, scorpori e via dicendo. In questo caso il processo valutativo è volto per ottenere informazioni circa il valore dell'intero complesso aziendale o di una parte di esso, al fine di comprendere la convenienza o meno di compiere l'operazione, in caso positivo tali informazioni serviranno per effettuare le trattative.
- Redazione del bilancio d'esercizio. In particolare per le società che sono chiamate ad applicare i principi contabili internazionali che richiedono in alcuni casi l'applicazione di tecniche di valutazione aziendale.
- Valutazione delle performance aziendali da parte del management, attraverso stime con cadenza regolare per capire se l'azienda sta generando o distruggendo valore.

- Analisi di borsa condotta dagli analisti finanziari, il cui scopo è quello di valutare l'andamento dei titoli azionari delle società quotate sui mercati regolamentati, determinando un valore corrente teorico (*target price*), formulano delle raccomandazioni che esprimono la convenienza ad acquistare o vendere un titolo rispetto al valore corrente di borsa. Questo ambito sarà oggetto dell'elaborato.

Una volta definito l'oggetto e la finalità del lavoro, il valutatore deve fissare anche la data della valutazione, la più recente possibile, al fine di reperire le informazioni utili. Per formare una base informativa valida, devono essere raccolte sia le informazioni interne all'azienda (le cosiddette determinanti del valore precedentemente descritte), sia esterne all'azienda quali il settore di appartenenza, la congiuntura economica, le previsioni di crescita, la presenza di barriere all'entrata, la forza e la posizione dei concorrenti. Una volta raccolte, tutte le informazioni vanno studiate e analizzate nel dettaglio.

La **fase esecutiva** si articola invece nella costruzione del modello di valutazione e nelle successive analisi di simulazione. La prima attività consiste nell'applicare la funzione del valore, precedentemente individuata rispetto al fine della valutazione aziendale, all'interno di un metodo di valutazione scelto. Di seguito verranno elencati e descritti i possibili metodi di valutazione. L'altra attività che chiude la fase esecutiva è quella che si occupa di verificare la robustezza del risultato. In particolare, quest'ultimo viene analizzato in ipotetiche situazioni che rappresentano scenari diversi per verificarne la sensibilità rispetto al cambiamento di alcune variabili fondamentali.

Il processo valutativo si conclude con la **fase di sintesi** e preparazione della relazione, che mira a riassumere l'intero processo valutativo, formulando un numero indicativo del valore aziendale. Il risultato finale non è espressione solo di elementi quantitativi, ma tiene conto anche di elementi qualitativi. Nel prossimo capitolo verrà descritto nel dettaglio la struttura e realizzazione di un report degli analisti finanziari espressione di una relazione di stima.

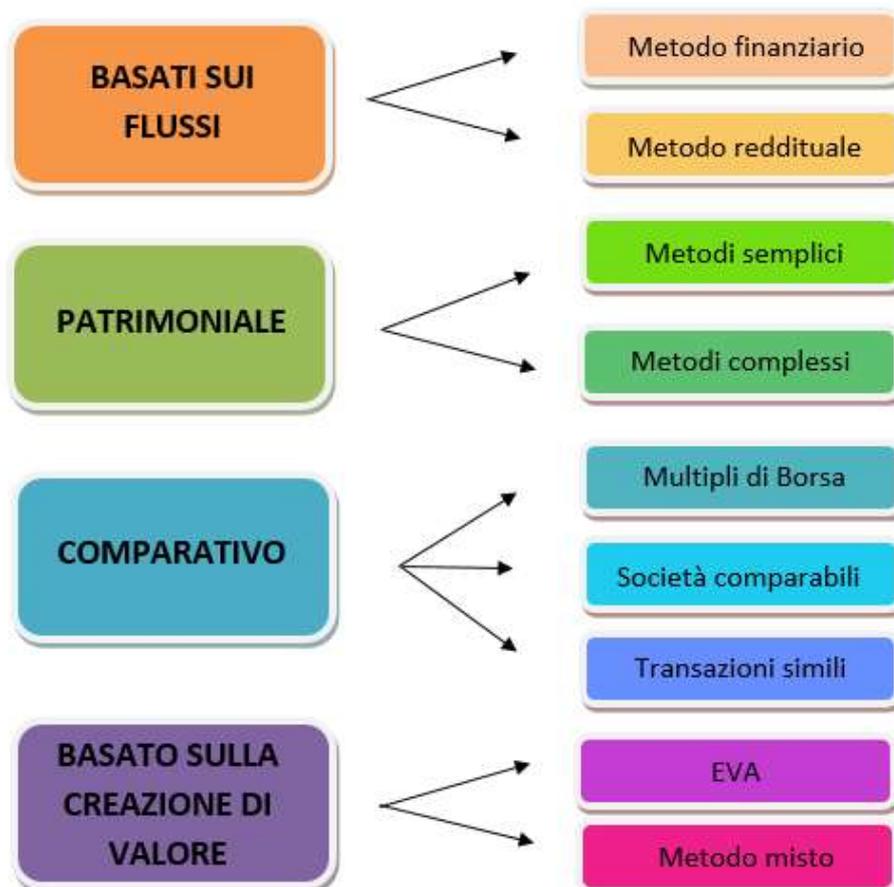
1.6. I metodi di valutazione

La letteratura presenta vari metodi valutativi, innanzitutto è possibile raggrupparli in due macro classi: metodi indiretti o fondamentali e metodi diretti o relativi.

I primi si basano su informazioni economiche fondamentali dell'impresa e sono espressione di grandezze flusso o di grandezze stock rappresentative della capacità produttiva della stessa in un dato momento. La valutazione fondamentale è detta anche valutazione autonoma.

Le valutazioni relative invece si basano sui metodi di mercato. Tali metodi prevedono che l'impresa valutata venga correlata ad una caratteristica finanziaria o operativa di un'altra impresa simile o dello stesso settore. La correlazione avviene attraverso l'applicazione di multipli di un preciso dato economico, finanziario o patrimoniale dell'impresa, questi devono essere correlati ai dati fondamentali della stessa, altrimenti si rischia di generare una tendenza *multiple pinball*: le valutazioni successive che utilizzano multipli non correlati ai fondamentali non sono più significative e veritiere, e quando questo verrà riconosciuto dal mercato la valutazione del settore crollerà. Ogni metodo presenta specifiche caratteristiche sulla base del legame che ciascuno crea tra il valore aziendale e la variabile determinante. Sebbene ogni metodo può generare una varietà di applicazioni a seconda delle circostanze, è possibile tuttavia classificarli in quattro gruppi (Figura 2).

Figura 2 Classificazione dei metodi valutativi



L'approccio basato sui flussi considera il valore aziendale come espressione dei futuri risultati. In particolare questi possono essere considerati come flussi di cassa piuttosto che flussi di reddito a seconda della prospettiva in cui vengono analizzati. Sulla base del flusso individuato è possibile distinguere due metodologie valutative: finanziaria per i flussi di cassa e reddituale per quelli di reddito. Il metodo finanziario si basa sull'attualizzazione di tutti i flussi di cassa e il calcolo si divide in due parti. Una prima parte dove sia i flussi di cassa futuri sia il tasso di attualizzazione (WACC)² sono previsti esplicitamente per ogni anno (solitamente per i primi 5-10 anni), e una seconda parte che mira a individuare il valore attuale dei flussi di cassa successivi al periodo esplicito (*Terminal Value*), per cui si ipotizza il costo del capitale e il tasso di crescita.

Il presupposto che caratterizza il metodo reddituale invece, è che il valore del capitale economico è funzione della capacità dell'impresa di generare flussi di reddito. La formula utilizzata si rifà quella del valore attuale della rendita perpetua, perciò il valore economico del capitale è dato dall'attualizzazione di un valore medio di reddito atteso nei successivi esercizi, attraverso un congruo tasso di interesse rappresentativo del rischio e della redditività dell'azienda. Anche qui la formula può essere duplice a seconda che la durata aziendale sia illimitata oppure si riesca con attendibilità a stimare la capacità reddituale futura.

L'approccio patrimoniale attribuisce un valore all'azienda, sulla base dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio aziendale. Sebbene questo metodo abbia il vantaggio di essere di facile applicazione, poiché si applica mediante una semplice ri-espressione dei dati di bilancio a valori correnti di mercato, non permette di incorporare nella valutazione le potenzialità di creazione di futuro valore. Questo sembra tradire la logica sottostante la stima del valore del capitale economico, ossia la capacità prospettica dell'azienda di creare nuovo valore, pertanto nella prassi non vengono molto utilizzati. Il loro utilizzo risulta utile per la valutazione di aziende in cui il valore corrente dei componenti del patrimonio aziendale sono espressione anche delle prospettive di reddito attese, siamo nel caso delle società immobiliari o delle holding finanziarie.

Per quanto riguarda i metodi che si basano sulla creazione di valore questi si distinguono in metodi misti e l'EVA. I primi tendono ad impiegare nella realizzazione della stima sia

² Weighted Average Cost of Capital (WACC), ossia il costo medio ponderato del capitale di un'azienda dato dalla media ponderata tra il costo dell'equity e il costo dell'indebitamento.

valutazioni di natura patrimoniali che relative ai flussi reddituali, ponderando il valore del capitale economico sulla base del valore della componente patrimoniale e di quella reddituale. Per questa loro peculiarità trovano facile applicazione, il più diffuso è il metodo della stima autonoma dell'avviamento, dove il valore aziendale è il risultato della somma del patrimonio netto rettificato espresso a valori correnti e il valore dell'avviamento, quest'ultimo come espressione della capacità di creare sovra redditi futuri. Il valore dei sovra redditi futuri sono dedotti dalla stima esplicita dell'avviamento, mentre per i metodi finanziari e reddituali, la logica si inverte il valore dell'avviamento è implicito nella stima dei risultati futuri che verranno poi attualizzati. L'EVA, impiegato soprattutto nel mondo anglosassone, esprime il valore di un'impresa come differenza tra il saggio di redditività aziendale e il costo delle risorse impiegate per il suo conseguimento. La formula è $EVA = NOPAT - (WACC * Capitale\ investito)$, dove il NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) è espressione del reddito operativo rettificato che risulta monetariamente disponibile.

Infine ci sono i metodi di mercato, che a differenza di tutti i metodi finora esposti, come descritto precedentemente stimano il valore aziendale attraverso l'impiego di dati di mercato. L'approccio si basa su indicatori di valore e multipli di mercato, a seconda della grandezza a cui fanno riferimento abbiamo:

- Metodi dei multipli di Borsa che esprimono il valore aziendale attraverso il rapporto tra prezzo di borsa e determinato indicatore contabile;
- Metodi delle società comparabili calcolano il valore economico del capitale associando un multiplo specifico di un determinato settore a un indicatore contabile aziendale.
- Metodo delle transazioni comparabili tiene in considerazione le transazioni avvenute in passato.

Nella scelta del metodo occorre tener in considerazione molti fattori riguardanti l'azienda stessa che si vuole analizzare, la disponibilità dei dati e il fine della valutazione. Non esiste pertanto un metodo considerato migliore di altri, tutto è relativo all'azienda analizzata e le informazioni su di essa, oltre alla professionalità, conoscenze ed esperienza dell'analista. Sarà oggetto del presente lavoro indagare attraverso un'analisi empirica l'impatto, che l'utilizzo di suddetti metodi, ha nella relazione di stima, in particolare sull'accuratezza del *target price* emesso dagli analisti finanziari.

2. GLI ANALISTI FINANZIARI

2.1. Ruolo

All'interno dei sistemi finanziari, la valutazione aziendale riveste sempre di più un ruolo centrale. Gli investitori chiedono al mercato una serie di informazioni trasparenti e veritiere che li aiutino a compiere le proprie decisioni di investimento all'interno di sistemi economici e finanziari complessi. In questo ambito, gioca un ruolo fondamentale, i report degli analisti finanziari.

L'analista è un professionista il cui lavoro consiste nello studio, analisi e valutazione dell'azienda al fine di calcolarne il relativo valore e di formulare una raccomandazione di investimento. Tale attività può essere svolta come dipendente presso banche, società di gestione del risparmio (SGR), società di intermediazione mobiliare (SIM), merchant bank, gestioni di fondi di investimento, Private Equity e Venture Capital, gruppi assicurativi o in maniera indipendente allo scopo di diffondere tra il pubblico informazioni e raccomandazioni sugli investimenti in titoli.

In generale è possibile classificare gli analisti in tre categorie: i *sell-side analysts*, i *buy-side analysts* e gli analisti cosiddetti indipendenti. I primi lavorano per conto di società di intermediazione, *investment bank*, *broker* o *dealer* e la loro attività consiste nell'offrire ai propri clienti servizi diversificati per indirizzare le relative scelte di investimento. I secondi lavorano per conto di investitori istituzionali e si occupano di gestire e acquistare per conto di questi strumenti finanziari come fondi di investimento e *hedge funds*. L'attività dei *buy-side analysts* è finalizzata ai soli gestori, in quanto gli analisti in questione fanno conoscere solo ad essi le operazioni da compiere. In fine, gli analisti indipendenti lavorano per conto proprio o di soggetti non riconducibili a gruppi di cui facciano parte intermediari finanziari (Bertinetti, Cavezzali, Rigoni, 2009).

Il processo valutativo si basa su una serie di informazioni economiche-finanziarie relative sia all'azienda in oggetto, sia ad una serie di fattori macroeconomici dell'ambiente circostante. Le informazioni raccolte dall'analista sono di varia natura e provenienti da più fonti. Oltre all'informazione contabile (i cosiddetti *financial report*) ricercano per le loro analisi anche molte altre informazioni di natura extra contabile e non finanziaria. Alcuni studi condotti sul tema mostrano che l'accuratezza delle previsioni da parte degli analisti finanziari si basano su

notizie diffuse tramite le *conference call* (Bowen et al., 2002) e dalla qualità della *disclosure* durante le *Management Discussion and analysis* (MD&A) (Barron et al., 1999), altri ancora affermano che prima dei *financial report* vengono tenute in considerazione le informazioni provenienti dagli incontri diretti tra analisti e manager aziendali (Hill, Knowlton, 1984). Le informazioni non finanziarie come la quota di mercato, la qualità del management, le condizioni economiche del settore e l'analisi dei concorrenti sono di notevole importanza al pari di quelle finanziarie (Breton, Taffler, 2001). Gli studi condotti sui report degli analisti finanziari al fine di individuare quali informazioni e in che modo queste vengono raccolte dagli stessi, sono condotte attraverso due metodologie alternative:

- Interviste o questionari sottoposti direttamente agli analisti;
- Content analysis dei report effettuata attraverso dei pacchetti software che permettono una analisi dei contenuti dei vari report e forniscono una codifica rigida e semplicistica degli stessi (Bertinetti, Cavezzali, Rigoni, 2009)

L'analista per ciascuna informazione ne valuta l'attendibilità prima di tenerne conto nel proprio studio. Una volta completata questa prima fase le informazioni vengono elaborate dall'analista attraverso l'impiego di uno o più modelli valutativi. Successivamente sulla base dei risultati emersi dal modello di analisi precedente formulato, l'analista esprime il valore dell'azienda, in particolare emette il *target price* e una raccomandazione di investimento. Quest'ultima dipende dal confronto del *target price*, detto anche *fair value* del titolo, con il prezzo corrente del medesimo titolo aziendale. La raccomandazione sarà positiva (negativa) a seconda che il *target price* sia superiore (inferiore) al prezzo corrente di mercato. Il processo di valutazione di un titolo aziendale, può quindi essere definito come suggeriscono Bertinetti, Cavezzali e Rigoni (2009) in una struttura sequenziale del tipo: input-modello di analisi-output.

Alla fine della loro stesura, i report vengono pubblicati, diffondendo così le valutazioni e le raccomandazioni contenute. La loro diffusione, data la presenza di informazioni *price-sensitive*, è assoggettata a scadenze e modalità definite dal regolamento dei diversi paesi. In generale gli elaborati sono emessi dagli *institutional sales*, i quali prima di tutto li rendono noti ai propri clienti e solo successivamente con un ritardo di alcuni giorni li mettono a disposizione del pubblico. Questo ritardo temporale non è per nulla trascurabile, dato che lo scopo è quello di dar la possibilità ai brokers di comunicare i risultati delle proprie ricerche ai *sales*, i quali poi

contatteranno i propri clienti. In un'intervista rilasciata da Antonio Tognoli analista e già vicepresidente dell'AIAF e oggi vice presidente di Integrate SIM, afferma che anche il piccolo consumatore deve avere accesso alla ricerca al pari dei grandi Investitori istituzionali, essere informati è fondamentale quando si acquista nel mercato finanziario (Guidara, 2011).

I report possono essere facilmente consultabili da molti siti internet. In Italia la Consob prevede che sia garantito l'accesso ai documenti da parte di tutti i clienti della società di investimento e successivamente al pubblico, attraverso la pubblicazione on-line nel sito della Borsa Italiana.

La funzione economica, degli analisti finanziari o meglio dei relativi report, è quella di ridurre le asimmetrie informative tra i diversi attori del mercato. Da una parte vi sono gli investitori, ossia soggetti che desiderano investire i propri capitali in opportunità profittevoli, per questo hanno bisogno di una serie d'informazioni relative a ciascun tipo di investimento che li supporti nella propria scelta, tenendo conto anche della propria propensione al rischio e altre caratteristiche peculiari di ciascuno. D'altra parte ci sono le aziende o meglio i loro manager che vogliono comunicare al mercato la capacità di creare valore dalla relativa azienda, al fine di reperire i capitali da investire per lo sviluppo della stessa. Ecco allora che gli analisti attraverso il loro operato vanno a colmare questo gap informativo tra investitori e manager aziendali. L'output dei report emessi dagli stessi analisti, arricchisce la base informativa a disposizione dei soggetti che operano sul mercato, fornendo dei segnali relativi alle società analizzate (Cavezzali, Cervellati, Pattitoni, Rigoni, 2011).

Una volta descritto l'operato degli analisti finanziari, per comprendere ulteriormente il loro ruolo all'interno del mercato è bene collegare il concetto di valore e di valutazione aziendale al concetto di prezzo di mercato delle azioni. Nei capitoli precedenti è stato descritto il valore e il procedimento di valutazione, elementi necessari per applicare la teoria della creazione del valore, la quale mira a individuare e misurare il valore creato dall'azienda al fine di massimizzarlo. Per svolgere la sua attività, l'azienda ha bisogno di reperire i mezzi finanziari necessari, e questo risulta possibile solo se riesce a comunicare al mercato dei capitali, la sua capacità di creare valore, ossia fornire garanzie ai propri creditori. È in questa circostanza che il valore precedentemente individuato e misurato attraverso previsioni di flussi, appezzamento dei rischi e delle proprie quantità-stock, passa al mercato attraverso il formarsi dei prezzi dei titoli aziendali. Molto spesso nella realtà prezzo e valore, non coincidono, questo

perché esistono una serie di fattori esterni ma anche interni all'impresa che intervengono in questo passaggio. I principali fenomeni esterni possono riassumersi in (Guatri, 1998, pag.29):

- Fluidità o rigidità dei capitali legati alle imprese Il modo attraverso il quale gli investitori operano nell'acquistare azioni in capitali cosiddetti fluidi, caratterizzati da transitorietà di assetti proprietari e quote altamente frammentate, piuttosto che in capitali cosiddetti dedicati con assetti proprietari stabili e quote di partecipazioni significative, determina incidenza del prezzo nelle varie negoziazioni.
- Efficacia dei mercati finanziari si basa sulla capacità dei mercati di far emergere prezzi significativi e negoziabili per le società quotate, grazie alla presenza di valide contropartite all'offerta e alla domanda di capitali d'impresa, che riescano a riflettere nei prezzi la dinamica dei fenomeni fondamentali delle determinati del valore.
- Ciclo della domanda/offerta del capitale di rischio che fa emergere due fasi: quella caratterizzata dalla prevalenza della l'offerta sulla domanda che porta ad una sistematica sottovalutazione dei capitali, e quella della prevalenza della domanda sull'offerta che porta invece ad una sopravvalutazione degli stessi.
- Processi in atto di concentrazione nel settore che spingono le imprese appartenenti a settori più maturi, a ricercare, mediante la concentrazione ossia attraverso il formarsi sinergie tra imprese, miglioranti di efficienza per migliorare la performance aziendale e il rafforzamento delle quote di mercato.

In riferimento ai fenomeni interni è possibile individuare:

- Capacità di diffusione del valore: attraverso la trasparenza, l'efficacia delle comunicazioni, e la credibilità di una certa capacità reddituale riposta nelle scelte strategiche intraprese.

Sulla base delle considerazioni sopra esposte, è possibile riconoscere che il processo di diffusione del valore sia al quanto complesso.

Il prezzo di un'azione di per sé è determinato dall'incontro della domanda e dell'offerta che gli investitori esprimono in un dato momento sulla base delle informazioni in loro possesso. Ma sono proprio queste stesse informazioni a fare la differenza, il generarsi di informazioni e la relativa diffusione sono per certi versi controllate e gestite, ma non sempre sono ugualmente prevedibili i movimenti di prezzo che esse determinano. In generale, è possibile affermare, che le aspettative sono determinanti nella formulazione del prezzo dei titoli.

Questo può variare in modo diverso a seconda che l'informazione dia previsioni in aumento o in diminuzione dei flussi di cassa aziendali e una variazione del relativo grado di incertezza che determina quindi il livello di rischio dell'impresa. In fine non bisogna trascurare gli aspetti di natura psicologica che tendono a influenzare i giudizi e quindi le scelte in ambito finanziario, soprattutto se le opinioni dei singoli tendono a influenzarsi reciprocamente dando vita a comportamenti emulativi che a lungo andare possono essere le maggiori cause delle bolle speculative (Cerarini F., Gualtieri P., 2001).

Concludendo si può affermare che gli analisti finanziari attraverso le informazioni che diffondono possono colmare le asimmetrie informative tra i vari soggetti del mercato finanziario, dall'altra parte però hanno anche il potere di influenzare le stesse scelte di investimento.

2.2. Il Report

L'importanza degli analisti finanziari deriva dai report che emettono, o meglio dalle informazioni che questi contengono. I report emessi dagli analisti in questione sono considerati appartenenti alla categoria delle relazioni di stima, più precisamente all'interno delle stime formalizzate per scopi di comunicazione.

La relazione di stima deve presentare un contenuto minimale affinché le informazioni e i risultati raggiunti sia considerati validi e attendibili. I report in questione sono documenti eterogenei sia in riferimento al contenuto che alla struttura. Nonostante il contenuto minimale composto dagli elementi principali di cui si parlerà in seguito, alcuni report sono più dettagliati di altri. Infatti molti di essi sono caratterizzati da un elevato grado di ermeticità per cui non è possibile risalire né al processo valutativo utilizzato né alle principali informazioni considerate nel calcolo del giudizio finale.

Successivamente verrà descritto come è strutturato un report finanziario e quali sono i suoi elementi essenziali.

Innanzitutto è bene ricordare che generalmente la lingua utilizzata è quella inglese per tutti gli elaborati anche destinati al mercato domestico, in quando questa è la lingua utilizzata a livello internazionale in materia finanziaria. Gli elementi principali che saltano all'occhio sono:

- il nome dell'azienda oggetto dell'analisi;
- il relativo Paese di appartenenza;

- il settore in cui opera;
- il prezzo attuale del titolo azionario;
- il prezzo obiettivo, detto anche *target price* ed eventuale variazione rispetto a quello precedentemente calcolato;
- la data di emissione del report, elemento importante in quanto è possibile contestualizzare temporaneamente le analisi condotte sulla base delle informazioni disponibili;
- La denominazione della casa di brokeraggio, quali banche, società di gestione del risparmio (SGR), società di intermediazione mobiliare (SIM), *merchant bank*, gestioni di fondi di investimento, Private Equity e Venture Capital, gruppi assicurativi, ecc.
- Il nome e cognome di ciascun analista che ha partecipato alla redazione del report. Per ciascuno viene anche indicato il numero di telefono, l'indirizzo di posta elettronica e in molti casi viene indicata la figura professionale dell'esperto e il relativo ruolo;
- La raccomandazione di investimento che rappresenta il giudizio d'investimento riassunto in un singolo termine, la scala di estende in generale tra *Sell* (vendere), *Hold* (tenere) e *Buy* (comprare), e in alcuni casi può essere associato il rafforzativo *Strong*. Tuttavia ciascun analista può utilizzare vari giudizi relativi alla raccomandazione, per questo è possibile trovare anche *overweight*, *outperforme*, *equalweight*, *market perform*, *accumulate*, *neutral*, *reduce*, *underweight*. In ogni caso, alla fine del report l'analista definisce i termini utilizzati e il relativo significato attribuito. In alcuni casi può essere presente anche la raccomandazione precedente, in questa maniera è possibile conoscere la direzione della variazione della raccomandazione e prevedere i relativi effetti. Inoltre può essere presente un'ulteriore dettaglio, la raccomandazione specifica per l'azienda e quella rispetto al settore.

Il report si articola in un testo suddiviso in paragrafi che descrivono l'azienda e il relativo contesto. In particolare è possibile individuare tre macro aree di riferimento:

- ✓ **Analisi macro-economica** del paese in cui l'impresa opera. Questa varia a seconda dell'area geografica di riferimento, caratterizzata dal contesto culturale ed economico specifico. All'interno di ciascun Paese è possibile osservare una serie di fenomeni, forze e tendenze che dipendono da una serie di macro variabili a livello economico, politico, tecnologico, territoriale, socio-

culturale, demografico, ecc. Queste macro variabili condizionano i comportamenti e i consumi degli individui provocando ripercussioni sulle *performance* aziendali e le relative scelte strategiche. Per questo motivo è necessario effettuare un'attenta analisi dell'andamento attuale e prospettico del contesto economico di riferimento, per contestualizzare i risultati che emergono dalla valutazione e essere in grado così, di fornire raccomandazioni adeguate ai possibili scenari futuri.

Gli elementi della crescita economica quali i tassi di cambio, i tassi di interesse, l'inflazione impattano direttamente nel potere di acquisto dei potenziali consumatori e sul costo del capitale aziendale, per cui un loro aumento o diminuzione provoca conseguenze nella domanda dei prodotti offerti e dei relativi titoli aziendali. L'azienda incontra così delle minacce sia dal punto di vista dei profitti che delle fonti di finanziamento. Le variazioni dei tassi di cambio e di inflazione possono incidere in maniera proporzionale sui prezzi di fornitura dei principali fattori produttivi comportando variazioni nelle strategie di importazione o esportazione.

Anche i fattori politico-istituzionali come le leggi ambientali, la politica fiscale, la tutela della concorrenza, il diritto societario, il diritto dei consumatori e gli accordi internazionali possono rilevarsi delle vere minacce o opportunità per ciascuna azienda indipendentemente dall'ambito settoriale (Grant, 1999). Un ruolo fondamentale per la crescita economica viene svolto dall'evoluzione tecnologia, dove la maggior efficienza dei processi produttivi, e aziendali in generale, porta ad un migliore soddisfacimento della domanda dei consumatori (Valdani, 1995). L'ambiente tecnologico è in continua evoluzione spinto dall'esigenze di concorrenza delle varie imprese, questo porta ad un miglioramento e un continuo monitoraggio da parte di ciascuna azienda al fine di riuscire a perdurare nel mercato. (Valdani, 1995)

- ✓ **Analisi del settore di appartenenza.** Viene definito anche micro-ambiente o ambiente competitivo, si riferisce a tutte le forze, fenomeni e attori che operano nel campo di attività in cui l'azienda in oggetto intende compere. (Genco, Ferrara, 1995). È bene definire il settore di appartenenza perché se da una parte consente di individuare i soggetti che propongono un'omogeneità di

prodotto di natura merceologica o tecnologica posizionandosi dal lato dell'offerta (settore merceologico-manifatturiero), dall'altra posizionandosi dal lato del soddisfacimento del bisogno è possibile individuare le imprese che offrono prodotti o servizi sostitutivi al bisogno stesso (settore economico). Ad oggi le strategie aziendali tengono molto più in considerazione rispetto al passato, l'esistenza di prodotti alternativi al soddisfacimento del medesimo bisogno per cui un'attenta analisi del settore è necessaria al rinnovamento aziendale. La redditività all'interno di ciascun micro ambiente, quindi il rapporto rendimento e costo del capitale, dipende dall'intensità della concorrenza in particolare dalla presenza e relative caratteristiche delle cinque forze individuate da Porter ossia: concorrenti diretti, concorrenti indiretti, concorrenti potenziali, clienti e fornitori (Porter, 1980).

- ✓ **Politiche e strategie aziendali.** Dopo aver analizzato le variabili macro-ambientali riferite alla crescita economica del Paese, quelle micro-ambientali del settore di riferimento e giusto descrive le caratteristiche peculiari dell'azienda oggetto di analisi. Si può trovare infatti una descrizione dell'attività aziendale e delle principali aree d'affari, gli orientamenti manageriali intrapresi e le eventuali operazioni in atto.

Questi vengono analizzati cercando di intravedere le relative conseguenze, un esempio può essere quello della realizzazione di particolari fusioni o acquisizioni tra aziende operanti nello stesso settore, oppure il lancio di un nuovo prodotto piuttosto che la scoperta di un nuovo materiale che rivoluzionerà il processo produttivo e eventuali altre ipotesi.

Molto spesso si assiste ad una comparazione delle medesime aree d'affari con i principali concorrenti, al fine di far conoscere la relativa quota e posizione di mercato. Questo confronto si traduce generalmente nella ricerca di punti di forza e di debolezza dell'azienda analizzata, facendo emergere l'attitudine di reggere la concorrenza.

Il report presenta anche una parte quantitativa, composta da una serie di tabelle e grafici che contengono indicatori patrimoniali e di mercato. Questi sono a supporto della valutazione aziendale fornita.

L'elemento centrale dell'elaborato di ciascun analista è infatti la descrizione del processo valutativo che porta alla definizione del *target price* e successivamente della relativa raccomandazione d'investimento. Ogni relazione dovrebbe indicare i criteri generali e i metodi di valutazione adottati, motivandone la scelta, la quale molto spesso è collegata al fine ultimo dell'elaborato. La scelta del metodo utilizzato è a discrezione del soggetto che compie la valutazione aziendale, sulla base della propria conoscenza e competenza in relazione alle caratteristiche aziendali. È possibile l'utilizzo di più metodi, classificando tra questi un metodo primario o di base e altri definiti secondari o di controllo. I metodi secondari o di controllo svolgono la funzione di supporto alle stime prodotte dai metodi principali. In altri casi, invece l'utilizzo di più metodi valutativi non comporta la presenza di un metodo primario, per cui il risultato finale sarà generato attraverso il ricorso alla media. Qui è bene fare delle precisazioni. Nel caso d'impiego di più metodi di valutazione la sintesi quantitativa deve avvenire attraverso la mediazione tra i diversi procedimenti adottati, questo però non si tramuta automaticamente nell'applicazione di una media. Innanzitutto se vi è la presenza di un metodo primario fondato su una serie di informazioni "affidabili", e uno o più metodi di controllo o secondari, è ovvio che non viene applicata la media, bensì il risultato finale sarà generato dal metodo principale e supportato o meno dal metodo di controllo. Quindi se vi è un metodo considerato valido e significativo questo è considerato principale, e gli altri servono solo da supporto in quanto meno significativi o parziali.

Nel caso in cui vi siano tipi diversi di metodi che apportano informazioni diverse è utile al fine della valutazione applicare una media. La media utilizzata di solito non è quella aritmetica semplice, in quanto ogni stima ha un proprio grado di fondatezza e credibilità a seconda del metodo che la genera e sulle informazioni su cui si basa. Per questo motivo è necessario assegnare a ciascuna stima un peso diverso proporzionale alle informazioni che porta alla valutazione finale. È evidente che procedere in tal senso comporta un elevato grado di arbitrarietà al soggetto che conduce la stima, dato che sarà lui a giudicare l'apprezzamento dei diversi gradi di fondatezza e credibilità delle relative stime (Guatri, 1998, cit. pag.440).

La soluzione finale in ogni caso non sarà espressione solo degli elementi quantitativi, bensì giocano un ruolo decisivo anche tutta una serie di informazioni di ordine qualitativo. Tra queste ultime emergono: le evoluzioni del settore e del paese in cui l'impresa opera, i punti di forza e di debolezza aziendali nonché le strategie e processi operativi in atto o in previsione di essere attuati. La parte conclusiva nella relazione di stima si concretizza in un'operazione di

sintesi delle varie informazioni, ipotesi e risultati prodotti dall'intero studio, sia in forma quantitativa attraverso il *target price* che qualitativa con la formulazione di una raccomandazione di investimento. Inoltre molto spesso nelle stime più accurate è possibile riscontrare una verifica di sensibilità dei risultati attraverso l'assunzione di una pluralità di possibili scenari futuri. Tre sono i tipici scenari di riferimento:

- Ottimista / *Bull case/ upside case*: uno scenario che assume le ipotesi più favorevoli per la futura attività aziendale
- Intermedio / *Base case*: lo scenario che assume le ipotesi più realistiche e probabili
- Pessimista / *Bear case/ downside case*: lo scenario che ipotizza condizioni pessimistiche.

In tutti e tre i casi le ipotesi sono rivolte alle variabili di mercato che influenzano direttamente la performance aziendale, tra queste ci sono: l'andamento dei tassi di interesse, la domanda globale di settore, la relativa quota di mercato, l'andamento dei prezzi dei prodotti o servizio offerti dall'azienda e dei relativi titoli.

Al termine del report si trovano le note di *Disclaimer*, ossia una serie di avvertenze di carattere tipicamente contrattuale, molto spesso però al loro interno è possibile individuare informazioni interessanti che aiutano la comprensione dell'elaborato.

3. ANALISI EMPIRICA

3.1. Le ipotesi di ricerca

L'analisi condotta sul dataset di report ha cercato di gettar luce sull'impatto che i diversi metodi di valutazione hanno nell'accuratezza del *target price*. Come descritto nei capitoli precedenti, non esiste secondo la letteratura un metodo più accurato in assoluto, l'accuratezza deriva da una serie di fattori e il seguente lavoro cerca di individuare i fattori principali e le relazioni sottostanti. L'insieme di ipotesi che si vogliono testare sono descritte di seguito.

In primis si cerca di capire se vi è una sostanziale differenza nell'accuratezza del *target price*, tra gli analisti che forniscono le informazioni nei report e chi invece no. Vi sono infatti casi in cui il report contiene una serie di informazioni riguardanti la metodologia adottata che permette di conoscere l'intero procedimento valutativo, altri invece sono caratterizzati da una elevata opacità che non permette di risalire al procedimento valutativo sottostante. Sulla base di questa distinzione si possono distinguere due categorie di report, e si vuole testare se la presenza di informazioni è collegata con l'accuratezza del *target price*.

H1: Gli analisti che esplicitano i metodi utilizzati portano a previsioni più accurate rispetto a quelli che danno minori informazioni al riguardo.

Successivamente si vogliono analizzare tali informazioni fornite dagli analisti, e l'attenzione viene posta sulla possibile gerarchia tra i metodi impiegati. Come precedentemente indicato, gli analisti possono scegliere di usare uno o più approcci valutativi a discrezione propria, e tra questi inoltre può esserne indicato uno come primario. Un metodo viene definito primario quando è l'unico metodo usato per la valutazione oppure gli altri metodi eventualmente usati sono subordinati e usati prevalentemente come controllo della valutazione fornita dal metodo primario. Quindi, in linea generale, si possono classificare i report in base alla presenza o meno di un metodo considerato primario: in questo caso tutti i report che non presentano un metodo primario misurano il *target price* attraverso una media tra i diversi metodi utilizzati senza che nessuno tra questi assuma maggiore importanza. In particolare si vuole testare se la presenza di un metodo primario porti ad una maggiore accuratezza del *target price*.

H2: La presenza di un metodo primario nel calcolo della previsione del target price porta ad una maggiore accuratezza dello stesso.

Entrando più nel dettaglio, si può osservare che il metodo primario può essere il solo metodo impiegato e quindi diventa primario automaticamente, oppure può essere definito tale perché scelto fra altri metodi impiegati nella valutazione. In questo ultimo caso il metodo primario è quello più significativo, gli altri definiti anche metodi secondari o di controllo fungono da supporto al primario. Tale ulteriore suddivisione diventa oggetto della seguente ipotesi.

H3: La previsione del target price derivante dall'applicazione di una serie di metodi secondari a supporto di un metodo primario risulta più accurata rispetto alla presenza di un solo metodo primario.

Sempre restando nell'analisi del metodo primario, si vuole approfondire l'importanza delle relative caratteristiche: a tale scopo si formula la seguente ipotesi in riferimento alla distinzione tra metodi fondamentali e di mercato.

H4: A livello di macro categoria, il target price è più accurato con un metodo primario fondamentale piuttosto che con un metodo primario basato sui multipli di mercato.

Per completare l'analisi gerarchica dei metodi impiegati, si osservano le tendenze dei metodi secondari. Si analizzano in particolare tutti quei casi in cui non vi è riconosciuto un metodo primario, perciò il calcolo del valore aziendale risulta dall'applicazione di una media dei diversi metodi impiegati. L'utilizzo dell'aggettivo secondario può risultare forviante, in quanto presuppone la presenza di un metodo primario, in questi casi invece non vi è gerarchia.

H5: L'accuratezza del target price risultante dalla media di più metodi secondari è indipendente dal tipo di metodo secondario utilizzato.

Si vuole capire inoltre, se vi è una sostanziale differenza in termini di impatto, tra le diverse metodologie valutative e l'accuratezza del target price relativo a ciascuna azienda.

H6: Le differenti metodologie valutative (DCF, DDM, NAV ecc.) impattano in maniera diversa nell'accuratezza del target price.

Di seguito si vogliono testare nuove ipotesi rispetto alle precedenti, le quali sono già state formulate in lavori simili condotti da altri autori. In particolare si è cercato di individuare quali altri dati emergenti dai report analizzati, potessero influire come fattori determinanti nel processo valutativo del target price e quindi nella sua relativa accuratezza. In riferimento al

processo valutativo, si vuole testare se la presenza di approcci diversi nella valutazione incide sull'accuratezza. A tal fine si è formulata l'ipotesi H9.

H7: All'aumentare del numero di approcci valutativi utilizzati nel calcolo del target price corrisponde una maggiore accuratezza dello stesso.

Focalizzando l'attenzione sulle caratteristiche del valutatore, si vuole testare se un team di analisti più numeroso comporta una maggiore accuratezza del *target price*.

H8: Il target price risulta più accurato se il team del processo valutativo è costituito da una maggior numero di persone.

Ogni analista che svolge una valutazione aziendale al fine di individuare il *target price*, è diverso da qualsiasi altro, sulla base della propria esperienza, conoscenza e capacità. Tuttavia l'appartenenza ad una casa di brokeraggio comporta il rispetto di alcune regole definire in linea genale. Si vuole constatare se l'accuratezza si differenzia a seconda delle diverse case di brokeraggio.

H9: Nel loro complesso le caratteristiche delle diverse case di brokeraggio emerse nel campione impattano in maniera differente sull'accuratezza del target price.

3.2. Selezione e descrizione del campione

La prima fase di questo lavoro è caratterizzata dal reperimento dei dati necessari per l'analisi. Si è provveduto perciò a creare un specifico campione di dati, composto da una serie di informazioni relative alle caratteristiche dei report emessi dai *sell-side analysts*.

Le informazioni raccolte hanno lo scopo di far emergere i metodi di valutazione utilizzati dagli analisti nel calcolo della previsione del *target price*, o meglio gli elementi che caratterizzano l'intero processo valutativo, al fine di verificare se vi sono elementi impiegati nella valutazione che possono influenzare significativamente l'accuratezza dello stesso *target price*.

Sebbene ci siano dei database commerciali in grado di classificare le informazioni contenute nei report degli analisti finanziari (come per esempio I/B/E/S o Zacks Investment Research), le informazioni da questi raccolte sono limitate: alla raccomandazione, il *target price* e la previsione degli utili. Tali database perciò non forniscono nessun dato circa il modello valutativo adottato dall'analista, elemento essenziale invece per il seguente lavoro. A tal fine

perciò si è provveduto a creare un campione, classificando a mano i dati che emergono dalla lettura attenta di ciascun report. Facendo riferimento al mercato europeo nell'anno 2013, si sono esaminati una serie di report, selezionandone 615 emessi da 37 *sell-side analysts* diversi. I report analizzati fanno riferimento a 41 aziende, tutte appartenenti a suo tempo al EuroStoxx 50 Index.

Tra l'ammontare di report disponibili, sono stati presi in considerazione solo quelli che disponevano di un contenuto considerato minimale al fine della ricerca. In tal senso sono stati scartati tutti quelli che erano formati da una sola pagina o massimo due, che non presentavano nemmeno il *target price* o *current price*, che non indicavano minimamente il processo valutativo e il metodo utilizzato, o ancora che non mostravano nessun valore relativo ai dati fondamentali, in particolare gli EPS correnti e previsti.

Per ciascuna delle 41 aziende si sono analizzati 15 report, selezionandoli principalmente in base alla data di emissione, in modo da coprire l'intero anno osservato (2013), quindi generalmente si è cercato di associare almeno un report per ogni mese dell'anno. Inoltre si è indicato la data di chiusura dell'esercizio per ciascuna azienda, che risulta essere per tutte il 31/12/2013.

Le aziende presenti nel campione appartengono a 20 settori diversi: Abbigliamento, Bevande, Materiali da costruzione, Cosmetica, Elettronica, Servizi per la cura della persona, Olio e gas, Vendita al dettaglio, Semiconduttori, Software, Trasporti, Aeronautico & Difesa, Chimico, Farmaceutico, Automobilistico, Alimentare, Telecomunicazioni, Energia, Assicurativo e Bancario.

In riferimento al contenuto dei report, si è potuto osservare come alcuni analisti presentano una analisi dettagliata sia per informazioni qualitative sia in riferimento al procedimento valutativo, descrivendo esplicitamente i metodi utilizzati, i dati impiegati e le considerazioni che hanno portato alla formazione del *target price* e relativa raccomandazione. Altri invece, si limitano alla sola esposizione degli elementi essenziali quali *target price*, *current price* e raccomandazione, danno una limitata o nulla *disclosure* sul processo valutativo sia in riferimento a informazioni qualitative che quantitative. Nella selezione dei report il grado di *disclosure* fornito ha giocato un ruolo importante, come si potrà osservare più avanti, infatti nel campione sono presenti pochi report che non diano un minimo di informazioni circa il

metodo valutativo utilizzato. Tale discriminazione è stata volutamente effettuata, in quanto il focus del lavoro è sui metodi di valutazione adottati, e in particolare come questi influenzino l'accuratezza del *target price*.

Si sono inoltre raccolte altre indicazioni che possono incidere sulla valutazione del *target price*, infatti per ogni report si è tenuto conto del numero dei soggetti che hanno composto il team di analisi valutativa, il relativo ruolo professionale e il proprio numero di telefono, in modo tale da poter risalire in un secondo momento alla nazionalità dell'analista.

Per quanto riguarda gli elementi fondamentali, oltre al *current price*, al *target price* e alla raccomandazione sono stati classificati all'intero del campione anche i *target price* e le raccomandazioni precedenti ove presenti. Sono inoltre stati raccolti i dati relativi agli *EPS* reali e stimati ad un anno. Di solito è possibile trovarli segnati da una apposita lettera A che sta per *actual* e F o E che sta per *forecast*, dato che a seconda della data di emissione del report gli *EPS* dell'anno in corso, nel caso in questione 2013, possono non essere ancora conosciuti a seconda che sia già avvenuta o meno l'approvazione e pubblicazione del bilancio aziendale, si è deciso di considerare *Actual* e *Forecast* a seconda dell'indicazione fornita da ciascun report. Anche il *Market Cap* indicato da ciascun analista è stato inserito nel campione al fine poi di calcolare la dimensioni aziendali.

In fine si è provveduto a trovare il *current price* del titolo azionario di ciascuna azienda, un anno dopo la data di emissione di ogni report compreso nel campione.

La disponibilità di questo ricco dataset ha permesso di condurre un'analisi sia a livello descrittivo che inferenziale di cui si parlerà in seguito.

3.3. La classificazione dei metodi di valutazione

Dato che non sempre l'analista definisce con chiarezza il metodo impiegato o al quale fra quelli utilizzati attribuisce maggiore importanza, l'individuazione e la classificazione dei metodi valutativi ha richiesto un grande impegno. In primis si è cercato, all'interno del testo del report, la parte che descriveva il processo valutativo, ogni report infatti ha una propria struttura grafica che non aiuta la veloce individuazione delle informazioni su dette. In alcuni casi vi è uno specifico paragrafo dedicato alla valutazione aziendale che comprende al suo

interno, oltre alla descrizione del metodo impiegato o dell'eventuale gerarchia (se vi sono presenti più metodi valutativi), il rischio attribuito all'investimento nello specifico titolo azionario attuale e nei possibili scenari futuri. Altre volte invece le indicazioni circa la metodologia valutativa adottata, sono presenti nella parte finale del report tra le *Disclaimer*, in questi casi vengono elencati i metodi che vengono principalmente proposti dalle regole della casa di brokeraggio.

Rifacendosi alla classificazione proposta in letteratura, e analizzando studi precedenti in tal campo come quello di Cavezzali, Rigoni, Nathan (2014), si sono identificate cinque categorie di metodi di valutazione: metodi finanziari, metodi reddituali, metodi misti, metodi patrimoniali e metodi basati sui multipli di mercato. Tuttavia nel corso dell'analisi dei report sono emersi dei diversi metodi di valutazione rispetto a quelli previsti che vengono definiti metodi euristici, semplicemente perché gli analisti molto spesso utilizzano delle semplificazioni a basso costo delle tradizionali tecniche valutative che portano a stime di valore meno complesse e stimabili in maniera più rapida rispetto a quelle che si otterrebbero realizzando pienamente i metodi originali (Cavezzali et al., 2014). Per questo motivo è necessario aggiungere delle specificazioni alle diverse categorie individuate. Di seguito si elencano i metodi osservati nei relativi report, essi sono distinti per ciascuna categoria la quale comprende sia i metodi tradizionali sia quelli definiti euristici.

La categoria dei metodi finanziari comprende: Discounted Cash Flow (DCF), Discounted Dividen Model (DDM), Modello di crescita di Gordon (GGM), Adjusted Present Value (APV), HOLT-CFROI³.

³I metodi finanziari si basano su flussi di cassa futuri a seconda del diverso flusso di cassa attualizzato si configurano modelli diversi. Il Discounted Cash Flow (DCF) si basa sull'attualizzazione di flussi di cassa liberi, ossia sia per i portatori di capitale proprio che per i creditori mentre il Dividend Discounted Model (DDM) sconta il flusso di cassa disponibile per gli investitori in capitale proprio. Il Modello di Crescita di Gordon (GGM) è una variante del DCF che assume un tasso di crescita dei dividendi costante, il suo utilizzo è pertanto limitato a calcolare il valore delle azioni di aziende che si trovano in una fase di crescita costante. L' Adjusted Present Value (APV) è un metodo di valutazione che considera l'impresa finanziata interamente con capitale di rischio. È composto dalla somma del valore attuale degli asset operativi finanziati dal solo capitale di rischio, e da quello dello scudo fiscale degli interessi. L'APV infatti permette di valutare separatamente il flusso di cassa derivante dalla gestione operativa e quello connesso alla struttura del capitale. Ciascun flusso di cassa è poi attualizzato ad un proprio tasso di sconto che riflette il relativo rischio. L'HOLT-CFROI è l'acronimo di Cash Flows Return on Investment, un modello generato nel 2002 dall'HOLT Value Associates con sede a Chicago, essenzialmente è un

Per quel che riguarda i metodi reddituali si possono osservare: Residual Income (RIM), Warranted Equity Method (WEM), Warrented Equity Valuation (WEV)⁴.

Tra i metodi misti ci sono: Economic Value Added (EVA), Return on Tangible Equity (ROTE), Return on Invested Capital (ROIC), Asset Based method (RAB)⁵.

L'unico metodo patrimoniale, peraltro poco applicato, è l'Embedded Value (EV)⁶.

indicatore della capacità dell'azienda di generare flussi di cassa futuri, che tiene conto però anche dell'indice dell'inflazione.

⁴I metodi reddituali si distinguono perché attualizzano i rendimenti futuri. In particolare il Residual Income Method (RIM) sconta i rendimenti futuri ad un tasso rappresentativo del costo opportunità del capitale investito. L'idea di base è di valutare la capacità aziendale di creare un rendimento in grado di coprire i costi finanziari sia dell'indebitamento sia per il capitale proprio. In altre parole il reddito residuale definito anche profitto economico ci calcola sottraendo il costo opportunità del capitale all'utile contabile. Questo metodo è maggiormente appropriato per aziende che godono di una certa stabilità reddituale. Il Warranty Equity Method (WEM) calcola il valore del capitale aziendale (W) applicando la formula: $W = (ROE - g) / (COE - g) * P / BV$, dove ROE rappresenta la redditività futura stimata nel lungo periodo (il ROE è l'indice di redditività del capitale di rischio investito in azienda), g è il tasso di crescita sostenibile degli utili nel lungo tempo, COE è il costo del capitale proprio e P/BV esprime la relazione tra la capitalizzazione di mercato e il valore contabile del patrimonio netto. Il WEV si differenzia dal WEM in quanto assume un livello di crescita (g) pari a zero.

⁵ L'EVA rappresenta il rendimento in eccesso del capitale investito dopo aver coperto i costi operativi del capitale, il RAB non si differenzia metodologicamente dall'EVA, ma si basa su diversi elementi di formazione dei rendimenti dello stesso capitale investito. Il RAB infatti è un metodo utilizzato per le aziende, che dato la rilevanza sociale del servizio offerto, operano in regime di monopolio anziché di libero mercato concorrenziale e più precisamente per la determinazione dei ricavi annui devono rifarsi a dei criteri definiti ex ante allo scopo di evitare comportamenti abusivi data la posizione dominante che ricoprono. Nel campione in esame tale metodo è stato applicato per aziende fornitrici di gas e energia. Il ROIC Return On Invested Capital, è un altro modo per calcolare il rendimento del capitale investito, esso esprime la redditività dello stesso come rapporto tra il reddito operativo (EBIT) e il capitale investito netto (CIN), affinché l'azienda generi nuovo valore è necessario che il rendimento sia superiore al costo del relativo capitale investito. Il ROTE misura la redditività rapportando l'utile netto al patrimonio tangibile, ossia il patrimonio da cui sono esclusi gli attivi intangibili come l'avviamento. Questo indicatore è più appropriato per riflettere la redditività operativa delle banche.

⁶ L'Embedded Value (EV) è un metodo utilizzato prevalentemente all'interno delle imprese assicurative, esso calcola il valore aziendale con la seguente formula: $EV = ANAV + VIF$ dove ANAV Adjusted Net Asset Value ossia patrimonio netto rettificato (differenza tra attività e passività al relativo valore corrente al netto delle immobilizzazioni immateriali), VIF Value of business in force ossia valore attuale dei flussi di cassa che saranno generati dai contratti già in essere, rientranti quindi all'interno del portafoglio clienti. A differenza dell'Appraisal Value non tiene conto del valore attuale dei flussi dei futuri nuovi contratti.

Infine, la categoria dei multipli di mercato è composta da multipli da associare a determinati aggregati aziendali per comparare aziende simili. In particolare i multipli incontrati sono: EV/EBITDA, P/NAV, P/E, P/BV⁷.

La Tabella 1 riassume i metodi incontrati (vedi Appendice tabelle).

3.4. La classificazione delle variabili

Per testare le ipotesi precedentemente formulate, riguardanti i fattori che incidono sull'accuratezza del *target price*, si sono classificate le informazioni raccolte come una serie di variabili, inserite successivamente all'interno di più modelli di regressione lineare. La variabile dipendente è rappresentata dal calcolo dell'errore di previsione del *target price* (*Forecast Error*), mentre si assumono come variabili indipendenti le altre specifiche variabili contenute in riferimento alle ipotesi da testare. In aggiunta si tengono in considerazione una serie di variabili definite di controllo, in quanto condizionano i risultati ottenuti nelle diverse ipotesi, alle caratteristiche fondamentali delle varie aziende.

La variabile principale ovvero la misura dell'errore di previsione del *target price*, risulta essere elemento complementare dell'accuratezza del *target price*. I risultati dell'intera analisi infatti sono poi letti in termini di accuratezza di quest'ultimo.

L'errore di previsione del *target price* è misurato attraverso l'applicazione di due formule diverse impiegate da altri autori in lavori precedenti. La prima formulazione del *Forecast Error* del *target price* è da attribuire a De Vincentiis (2010) e Cavezzali, Rigoni e Nathan (2014) ed è calcolata come segue:

⁷I multipli di mercato si basano su comparazioni di grandezze tra imprese simili o appartenenti allo stesso settore. Essi si possono dividere in multipli relativi all'impresa, ossia il valore aziendale viene calcolato attraverso una variabile che riguarda tutti i portatori di interessi nell'attività (EV/EBITDA), e in multipli relativi al capitale proprio i quali esprimono il valore dei diritti degli azionisti sull'intera attività in relazione ad una variabile che rappresenta il valore del capitale proprio, ossia il valore residuo tolto i costi dell'indebitamento e di altri interessi di tipo non azionario (P/NAV, P/E, P/BV).

$$FE1 = \begin{cases} \frac{TP - P_{\max 12 \text{ mesi}}}{P_t} & TP > P_t \\ \frac{TP - P_{\min 12 \text{ mesi}}}{P_t} & TP < P_t \end{cases} \quad (1)$$

dove:

FE è l'errore di previsione

TP è il *target price*

$P_{\max 12 \text{ mesi}}$ ($P_{\min 12 \text{ mesi}}$) è il massimo (minimo) prezzo di mercato del titolo azionario 12 mesi dopo la data di emissione del report

P_t è il prezzo corrente di mercato

La seconda modalità di misurazione dell'errore di previsione del *target price* è invece da attribuire a Bradshaw et al. (2013), Bonini et al. (2009), Cavezzali, Rigoni e Nathan (2014), ed è:

$$FE2 = \left| \frac{TP - P_{+365}}{P_t} \right| \quad (2)$$

dove:

FE è l'errore di previsione

TP è il *target price*

P_t è il prezzo corrente di mercato

P_{+365} è il prezzo di mercato del titolo azionario 12 mesi dopo la data di emissione del report.

Nella analisi che seguirà si commenteranno solo i risultati emersi dalla $FE1$, in quanto simili a quelli emersi dalla $FE2$.

Di seguito saranno descritte nel dettaglio le diverse variabili generate per una raccolta ordinata delle informazioni necessarie all'analisi.

Per testare la prima ipotesi (H1) in riferimento alla *disclosure* fornita dall'analista circa il processo valutativo, si possono distinguere report che esplicitano la metodologia di valutazione adottata e quelli caratterizzati da un elevato grado di ermeticità delle informazioni

al riguardo. Così si è creata la variabile *dummy DISCLOSED_NOT DISCLOSED*. Le variabili *dummy* sono caratterizzate dal fatto di assumere solo due valori 0 o 1, in questo caso perciò la variabile assumerà valore pari a 1 se il report presenta informazioni circa il processo valutativo, 0 altrimenti.

In linea con la seconda ipotesi (H2) si è cercato di classificare i report a seconda che fosse indicato un metodo primario. Un metodo è considerato primario rispetto ad altri o quando è l'unico metodo impiegato. A tal fine è stata creata una variabile *dummy PRIMARY_NOTPRIMARY*. Tale variabile è pari a 1 se vi è un metodo primario 0 altrimenti. Sempre tenendo in considerazione la gerarchia dei metodi utilizzati e valutare il relativo effetto sull'accuratezza del *target price* (H3), si sono create due variabili *dummy*: *PRIMARY ONLY* e *PRIMARY MANY*. Queste due variabili assumono valore pari a 1 rispettivamente quando il metodo considerato primario è l'unico metodo impiegato nel processo valutativo e quando è considerato primario rispetto ad un altro o più metodi impiegati nella valutazione. La presenza di un metodo primario rispetto ad una serie di altri metodi impiegati nella valutazione, fa emergere il concetto di metodo secondario o definito di controllo. Tutti i metodi che non sono considerati primari sono secondari.

Sulla base dell'ulteriore classificazione che distingue i metodi fondamentali dai multipli di mercato (H4), si è creata un'altra variabile *dummy PRIMARY_FUND_MULTIPLE*, la quale vale 1 se l'analista utilizza come metodo primario un metodo fondamentale e 0 se invece si basa su un approccio di mercato.

Mantenendo la gerarchia tra metodi primari e secondari, si sono voluti distinguere anche i diversi metodi secondari sulla base della categoria di apparenza (H5): *SM_FINANCIAL*, *SM_INCOME BASED*, *SM_BLENDED*, *SM_NAV BASED*, *SM_MULTIPLE*. Anche qui le variabili *dummy* assumono valore 1 se il metodo secondario appartiene alla specifica categoria, 0 altrimenti. A differenza della classificazione dei metodi primari, possono esserci contemporaneamente più metodi secondari appartenenti a categorie diverse, per questo motivo simultaneamente tutte le categorie dei metodi secondari possono assumere valore pari a 1. Inoltre la categoria di un determinato metodo può assumere valore 1 sia tra i primari che tra i secondari, questo perché un analista può applicare metodi appartenenti alla stessa categoria secondo una propria scala gerarchia (per esempio utilizzo il DCF come metodo primario e l'APV come metodo secondario).

Per testare l'ipotesi H6 si sono classificati i diversi metodi di valutazione in cinque categorie (metodi finanziari, metodi reddituali, metodi misti, metodi patrimoniali e multipli di mercato). Si sono create cinque variabili *dummy*, una per ciascuna categoria, rispettivamente: *M_FINANCIAL*, *M_INCOME BASED*, *M_BLENDED*, *M_NAV BASED*, *M_MULTIPLE*, in questo caso assumono valore 1 se il metodo appartiene a quella specifica categoria e 0 altrimenti. Può essere che simultaneamente vengano impiegati metodi appartenenti a tutte le categorie, in questo caso tutte le variabili *dummy* sopra elencate assumono tutte valore pari a 1.

La variabile *NoAPPROACHES* esprime il numero di diversi approcci valutativi che sono impegnati nella valutazione contenuta all'interno di ciascun report. Questa variabile è stata impegnata nel modello che analizza l'ipotesi H7.

Per tenere in considerazione il numero di analisti che compongono il team volto alla valutazione aziendale si è creata la variabile *NTEAM_MEMBERS*, in riferimento all'ipotesi H8, che indica il numero di analisti da cui è composto il team impegnato nella valutazione.

Infine per l'analisi dell'accuratezza sulla base dei principali broker emersi con maggiore frequenza nel campione (H9), è stata creata una variabile *dummy MAIN BROKER* che separa i principali broker dagli altri, essa assume valore 1 se il report è emesso da un'analista principale e 0 negli altri casi. I principali analisti sono esplicitamente individuati nella Tabella 12.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, è importante ricordare che esse si ricollegano alle caratteristiche peculiari di ciascuna delle 41 aziende osservate. In primis è stata introdotta la variabile *BOLDNESS*, ossia è il valore assoluto della differenza tra il *target price* e il *current price* del titolo azionario diviso per lo stesso *current price*. È espressione della distanza dal *current price* al *target price*. Dalla precedente letteratura ci si aspetta una correlazione negativa tra l'*accuracy* del *target price* e la variabile *BOLDNESS*, dato che all'aumentare della distanza diminuisce l'accuratezza. Un'altra variabile introdotta per misurare la distanza tra *target price* e *current price* a 12 mesi è la variabile *ACTUALFE*.

La terza variabile di controllo, inclusa nei vari modelli di regressione, è la volatilità del prezzo del titolo (*VOLATILITY*), individuata per ogni data di emissione del report attraverso l'utilizzo di Bloomberg. La volatilità esprime l'ampiezza delle variazioni del prezzo, essa costituisce una delle determinanti principali di rischio del relativo titolo. Un'elevata volatilità significa elevate oscillazioni del prezzo, per questo in aderenza alle considerazioni promosse da Cavezzali et al.,

(2014), ci si attende che ad un'elevata volatilità corrisponda un maggior errore di previsione pertanto una minore accuratezza del *target price*.

La *SIZE* è un'altra variabile di controllo impiegata nei modelli di regressione che riflette le dimensioni dell'azienda. È il logaritmo naturale calcolato sul *Market Cap* dell'azienda, il quale è presente nella maggior parte dei report presi in considerazione. Ci si attende una correlazione positiva tra l'accuratezza del *target price* e le dimensioni aziendali. Per gli analisti è più semplice disporre di dati e informazioni delle imprese più grandi e stabili del mercato, i cui risultati sono di più facile previsione rispetto alle performance di aziende più piccole dimensionalmente e operanti in mercati di nicchia. Tuttavia non è sempre vera questa affermazione, perché anche le imprese di piccole dimensioni possono vantare di una cercata stabilità, il problema risiede sulla disponibilità di informazioni che permettono una corretta previsione dei risultati futuri da parte degli analisti. In linea generale, tuttavia ci si attende una correlazione positiva tra l'*accuracy* del *target price* e *SIZE*.

La variabile *GROWTH* rappresenta la crescita dell'azienda, anche indicata dall'indice *P/BV* (Prezzo del titolo azionario/ valore contabile). Questa variabile è calcolata rapportando al valore del *market cap* la differenza tra le attività e le passività aziendali. Anche in questo caso, come quello riguardante le dimensioni aziendali, è più facile fare previsioni su aziende con un livello di crescita stabile, rispetto ad aziende più dinamiche sotto questo punto di vista. Pertanto ci si attende una relazione negativa tra l'accuratezza del *target price* e l'indice di crescita aziendale.

Sono inoltre stati inclusi nei modelli di regressione lineare anche gli utili per azioni (*EPS*). Sulla base delle considerazioni fatte da altri autori tra cui anche Cavezzali et al. (2014), si attende una correlazione positiva tra l'accuratezza del *target price* e gli utili per azione, dato che una maggiore accuratezza dei dati impiegati nel calcolo di una stima porta sicuramente ad un maggiore efficacia del risultato. D'altra parte autori come Bonini, Zanetti e Bianchini (2010), affermano che una corretta previsione dei rendimenti aziendali non è correlata ad una migliore capacità di stima del *target price*. Per misurare l'accuratezza dei rendimenti attesi, si sono utilizzate due formule proposte dalla letteratura precedente: *Absolute Forecast Error (AFE)* e *Proportional Mean Absolute Forecast Error (PMAFE)*.

$$PMAFE_{ijt} = \frac{AFE_{ij} - AAFE_j}{AAFE_j} * (-1) \quad (3)$$

dove:

AFE_{ij} è l'errore di previsione assoluto degli utili per l'analista i , in riferimento alla società j

$AAFE_j$ è la media di tutti gli AFE di una stessa società j

$$AFE = \frac{ACTUAL_j - FORECAST_{ij}}{ACTUAL_j} \quad (4)$$

dove:

$ACTUAL_j$ è il rendimento corrente della società j

$FORECAST_{ij}$ è il rendimento previsto a 12 mesi dall'analista i , per la società j

Al fine di tenere in considerazione la data di emissione del report da parte dell'analista, si è introdotta la variabile *FORAGE*, essa misura l'intervallo temporale tra la data di emissione del report e la data di fine esercizio. Ci si attende che questa variabile, all'interno del modello di regressione, mostri una minore accuratezza del *target price* al ridursi dell'orizzonte temporale tra la data di emissione e la data di fine esercizio.

Si è voluto inserire tra le variabili di controllo anche la variabile *dummy NAZ* per tenere in considerazione anche la posizione geografica dell'analista. Tale variabile assume valore pari a 1 quando la nazionalità dell'analista coincide con quella dell'azienda, 0 nel caso opposto. In linea con quanto emerso dall'analisi di Cavezzali et al., (2014) si presume una correlazione positiva tra la nazionalità dell'analista e l'accuratezza del *target price*, dato che la valutazione di un'azienda appartenente al mercato domestico dovrebbe risultare più accurata dato la maggiore disponibilità di informazioni.

La tabella 2 sintetizza le variabili utilizzate nei vari modelli di regressione (vedi Appendice tabelle).

4. RISULTATI EMPIRICI

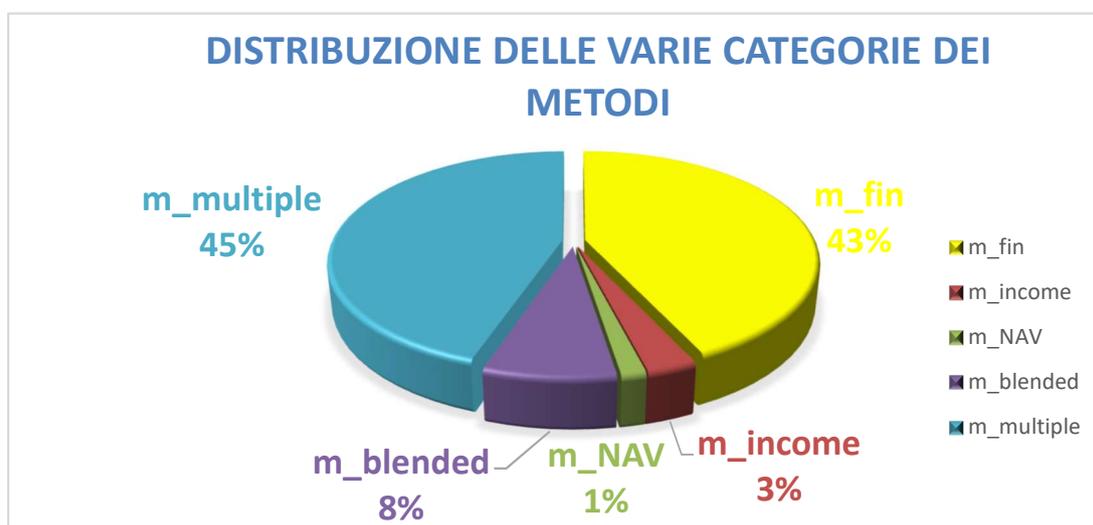
4.1. Analisi descrittiva

La Tabella 3 riporta alcune statistiche descrittive in riferimento ai metodi utilizzati dagli analisti nel campione composto da 615 report, relativo a 41 aziende. Come è possibile vedere dal Grafico 1 i metodi che compaiono più spesso nei processi di valutazione dei report analizzati sono i metodi finanziari (43%) e i multipli di mercato (45%), gli altri metodi compaiono molto meno, con percentuali che vanno ad abbassarsi drasticamente, in particolare i metodi misti con l'8%, seguiti dai metodi reddituali con il 3% e infine i metodi patrimoniali con solo l'1%. Questo risultato è in linea con quanto affermano anche altri studi in particolare Demirakos et al. (2004) e Asquith et al. (2005).

Tabella 3 Distribuzioni dei metodi valutativi

<i>Method Category</i>	<i>N. osservazioni</i>	<i>% sul totale</i>
<i>m_financial</i>	322	43%
<i>m_income</i>	22	3%
<i>m_NAV</i>	11	1%
<i>m_blended</i>	58	8%
<i>m_multiple</i>	335	45%
TOTALE	748	100%

Grafico 1



La Tabella 4 mostra il numero di report che presentano un metodo primario, essi costituiscono il 60% del campione, e nel 54% questo metodo è anche l'unico: quindi vi è un 6% di casi in cui il metodo primario è affiancato da metodi secondari. Il restante 40% del campione non prevede nessun metodo primario, calcola il valore aziendale attraverso una media tra i risultati dei vari metodi impiegati. Dal questo è possibile dedurre una certa tendenza a prediligere l'applicazione di un solo metodo dagli analisti finanziari nel processo valutativo.

Tabella 4 Distribuzione dei report a seconda della presenza di un metodo primario

	N. report	% sul totale report	Primary Only	% sul totale report	Primary Many	% sul totale report
Primary method	368	60%	329	54%	39	6%
No Primary	247	40%				
TOTALE	615	100%				

Andando a studiare la composizione delle varie classi gerarchiche, si replica quanto già visto in generale: sono maggiormente impiegati a ricoprire il ruolo di metodo primario i metodi appartenenti alla categoria finanziaria e quella dei multipli di mercato. La distribuzione però si inverte a seconda che il metodo utilizzato sia PRIMARY ONLY in cui c'è una prevalenza, anche se minima ($\Delta 1\%$), dei multipli di mercato sui procedimenti finanziari, piuttosto che PRIMARY MANY, dove i metodi finanziari superano i multipli ($\Delta 6\%$). Per quanto riguarda gli altri tipi di metodi incontrati, essi si presentano meno frequentemente. Ad esclusione dei metodi patrimoniali che non compaiono mai come primari, gli analisti preferiscono l'utilizzo di metodi misti (9%) piuttosto che di quelli reddituali (2%). Il loro impiego come unici metodi è comunque più utilizzato rispetto ad essere considerati primari tra altri metodi impiegati (Tabella 5).

Focalizzando l'attenzione sui metodi impiegati come secondari rispetto ad un metodo considerato primario fra altri (PRIMARY MANY), è possibile notare la schiacciante dominanza dei multipli di mercato rispetto a tutte le altre categorie (Tabella 6). Questo risultato sembra essere in linea con le caratteristiche di impiego di tali metodi. Infatti i multipli di mercato, come mostrano anche altri lavori precedenti in tale ambito (Demirakos et. Al, 2004), hanno un impiego diffuso che varia a seconda del settore aziendale; essi sono usati prevalentemente per dare un supporto e un controllo alla valutazione fornita dal metodo primario.

Tabella 5 Composizione dei metodi primari

<i>Primary Method</i>	<i>PRIMARY_NOT PRIMARY=1</i>	<i>% su tot. metodi primari</i>	<i>PRIMARY ONLY=1</i>	<i>%% su tot. metodi primari</i>	<i>PRIMARY MANY=1</i>	<i>% su tot. metodi primari</i>
<i>mm_financial</i>	172	47%	144	39%	28	8%
<i>mm_income-based</i>	9	3%	7	2%	2	1%
<i>mm_blended</i>	33	9%	30	8%	3	1%
<i>mm_NAV-based</i>	0	0%	0	0%	0	0%
<i>mm_multiple</i>	154	42%	148	40%	6	2%
TOTALE	368	100%	329	89%	39	11%

Effettuare una valutazione per esempio con il DCF o qualsiasi altro metodo autonomo, è un'operazione assai ardua poiché prevede la stima di una serie di elementi (il tasso di rischio, la stima flussi di cassa, l'orizzonte temporale) su cui poggia il risultato finale, per cui questa sua natura complessa può essere l'origine di una maggiore possibilità di errore. Un modo relativamente facile e veloce per testare la fondatezza dei risultati ottenuti con una simile valutazione può essere il confronto con multipli di mercato appropriati. I principali vantaggi derivanti dall'impiego dei multipli di mercato sono: la relativa efficienza e significatività derivanti dalla disponibilità dei dati necessari (essi sono resi disponibili dalla stampa specializzata, in database o tramite analisi di banche d'investimento), e la loro facile applicazione.

La Tabella 7 riporta la distribuzione dei vari metodi nei casi in cui non è presente un metodo primario, anche qui i metodi con maggior frequenza sono i metodi finanziari (43.5%) e i multipli di mercato (43.2%), seguiti dai misti (7.1%), reddituali (3.6%) e patrimoniali (2.7%).

La Tabella 8 propone la frequenza delle possibili combinazioni fra i diversi metodi secondari. Dato che in media il numero degli approcci impiegati senza metodo primario è (2.13) è facile dedurre che il minimo numero di metodi secondari impiegati è due, per questo la combinazione è stata fatta di due categorie per volta.

Tabella 6 Distribuzione dei metodi secondari con metodo primario

<i>Primary method many</i>	<i>Secondary method</i>										
	<i>sm_financial</i>	<i>% sul tot. mm</i>	<i>sm_income-based</i>	<i>% sul tot. mm</i>	<i>sm_blended</i>	<i>% sul tot. mm</i>	<i>sm_NAV-based</i>	<i>% sul tot. mm</i>	<i>sm_multiple</i>	<i>% sul tot. mm</i>	<i>TOTALE</i>
<i>mm_financial</i>	0	0%	0	0%	1	3%	1	3%	27	68%	29
<i>mm_income-based</i>	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	2	5%	2
<i>mm_blended</i>	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	3	8%	3
<i>mm_NAV-based</i>	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0
<i>mm_multiple</i>	4	10%	1	3%	1	3%	0	0%	0	0%	6
TOTALE	4	10%	1	3%	2	5%	1	3%	32	80%	40

45

Tabella 7 Distribuzione dei metodi secondari per classi

<i>No primary method</i>	<i>Secondary method</i>										
	<i>sm_financial</i>	<i>% sul tot. secondary</i>	<i>sm_incom e-based</i>	<i>% sul tot. secondary</i>	<i>sm_blended</i>	<i>% sul tot. secondary</i>	<i>sm_NAV-based</i>	<i>% sul tot. secondary</i>	<i>sm_multiple</i>	<i>% sul tot. secondary</i>	<i>TOTALE</i>
No primary	147	43.5%	12	3.6%	24	7.1%	9	2.7%	146	43.2%	338

Dalla Tabella 8, si evince che il maggior numero di combinazioni sono fatte con le categorie di metodi più utilizzati nella valutazione: multipli di mercato e metodi finanziari.

In primo piano si trova la combinazione metodi finanziari-multipli di mercato (135), successivamente metodi misti-multipli di mercato (20), metodi finanziari-metodi misti (18), metodi finanziari-metodi patrimoniali (8), multipli di mercato-metodi patrimoniali (7), multipli di mercato-metodi reddituali (6), metodi finanziari-metodi reddituali (6) e in fine metodi reddituali-metodi misti (1).

Tabella 8 Combinazioni tra metodi secondari

<i>Secondary method</i>	<i>N° combinazioni</i>
<i>sm_financial sm_multiple</i>	135
<i>sm_blended sm_multiple</i>	20
<i>sm_financial sm_blended</i>	18
<i>sm_financial sm_NAV-based</i>	8
<i>sm_multiple sm_NAV-based</i>	7
<i>sm_multiple sm_income-based</i>	6
<i>sm_financial sm_income-based</i>	6
<i>sm_income-based sm_blended</i>	1
<i>sm_income-based sm_NAV-based</i>	0
<i>sm_blended sm_NAV-based</i>	0

Suddividendo i report sulla base della quantità delle informazioni contenute, si evince una prevalenza dei report con *disclosure* rispetto a quelli senza. Questa discriminazione è stata volutamente effettuata per testare l'oggetto della ricerca: l'impatto dei diversi metodi valutativi impiegati nell'accuratezza del *target price*. Per questo, i report che non

presentavano un contenuto considerato minimale, sono stati scartati a priori. Tuttavia si è voluto mantenere un numero minimo di report con limitate informazioni riguardo il processo valutativo, al fine di testare la significatività di tale variabile sull'accuratezza del *target price*.

Tabella 9 Distribuzione disclosure

	<i>Frequenza assoluta</i>	<i>Frequenza relativa</i>
<i>Disclosure</i>	527	86%
<i>No Disclosure</i>	88	14%
<i>TOTALE</i>	615	100%

In seguito si è voluto analizzare il campione prendendo in considerazione il settore aziendale, a tal fine i 20 diversi settori in cui venivano divise le aziende secondo la classificazione di Bloomberg, sono stati riclassificati secondo la ripartizione proposta dall'Istat per le rilevazioni statistiche nazionali di carattere economico: Ateco. Le otto nuove macro categorie settoriali sono: *Products and service for the care of the person, Food & Beverage, Manufacturing, Electric, Oil & Gas, Telecommunication and Electronics, Transportations & Aerospace, Insurance & Banks, Chemical & Pharmaceutical*.

Come si può leggere dalla Tabella 10 e come si può vedere dal Grafico 2, a seconda del settore di riferimento i metodi hanno una frequenza di impiego diversa, tuttavia i metodi finanziari che i multipli di mercato restano in tutti i settori quelli maggiormente applicati. Entrando più nel dettaglio, il più alto impiego dei metodi finanziari è nel settore della fornitura di energia e carburanti, mentre in quello assicurativo-bancario è possibile trovare il più alto utilizzo dei multipli di mercato. In particolare per le valutazioni delle imprese bancarie e assicurative viene fatto largo uso anche dei metodi misti. Tra questi ultimi, il RAB è quello più impiegato nel campione, il quale per la determinazione dei ricavi annui si rifà a dei criteri definiti ex ante allo scopo di evitare comportamenti abusivi, data la posizione dominante che ricoprono le aziende operanti in determinati settori. Infatti, mentre il settore energetico opera in regime di monopolio per cui risulta opportuno imporre il rispetto di requisiti volti a mantenere un determinato equilibrio, il settore assicurativo-bancario deve soddisfare dei vincoli di adeguatezza patrimoniale per essere in grado di far fronte ai rischi impliciti assunti della propria attività. In entrambi i casi il rispetto di tali vincoli, rappresenta una garanzia per il sistema economico e una tutela dei relativi clienti. Il settore assicurativo-bancario mostra

inoltre un largo utilizzo dei metodi reddituali, quali il ROTE, WEM, RIM e DDM. Le banche e gli istituti di credito, dato la composizione del loro capitale e in base alla regolamentazione a cui è sottoposta la loro attività, presentano delle peculiarità nella valutazione del relativo capitale aziendale. In particolare tali attività devono sottostare a dei requisiti di adeguatezza per i rischi implicitamente assunti e le passività finanziarie non possono essere considerate esplicitamente estranee alla gestione caratteristica, in quanto la raccolta-impiego del denaro rappresenta il processo produttivo dell'azienda. Dato la difficoltà di distinzione tra attività operativa e attività finanziaria, non è opportuno applicare modelli di valutazione *asset side*, basati su flussi di cassa disponibili per tutti i portatori di interesse sia a titolo di debito che di rischio (*FCFF Free Cash Flow to Firm*) attualizzandoli al costo medio ponderato del capitale (WACC), piuttosto risulta più vantaggioso stimare i flussi di cassa degli azionisti (*FCFE Free Cash Flow to Equity*) e attualizzarli al relativo costo dell'*equity* (K_E).

Tabella 10 Distribuzione dei metodi per settore

Sector	N.	m_fin	m_income	m_NAV	m_blended	m_multiple
Products and service for the care of the persone	5	57	1	0	1	23
Food & Beverage	3	30	0	1	0	26
Manufacturing	4	18	2	1	2	43
Electric, Oil & Gas	6	70	0	6	16	72
Telecommunication and Eletronics	5	38	0	1	2	23
Transportations & Aerospace	2	23	0	0	0	36
Insurance & Banks	9	41	16	0	37	75
Chemicals & Pharmaceuticals	3	45	3	2	0	37
TOTALE	37	322	22	11	58	335

Focalizzando l'attenzione sulla raccomandazione emessa dagli analisti nei relativi report (Grafico 3), si può notare la tendenza verso una raccomandazione orientata ad acquistare o tenere il titolo. Infatti le categorie *Strong buy* (27%), *Buy* (25%) e *Hold* (36%), compongono

quasi la totalità della torta. Le raccomandazioni *Sell* e *Strong sell* rappresentano rispettivamente il 3% e 9%.

Per ciascuna categoria di raccomandazione si è analizzata la distribuzione dei vari metodi valutativi utilizzati e non emergono sostanziali differenze, in tutte le tipologie i metodi sono distribuiti più o meno alla stessa maniera: una notevole prevalenza dei metodi finanziari e dei multipli di mercato, seguiti dai metodi misti e in coda i reddituali e i patrimoniali (Tabella 11) (Grafico 4).

Grafico 2

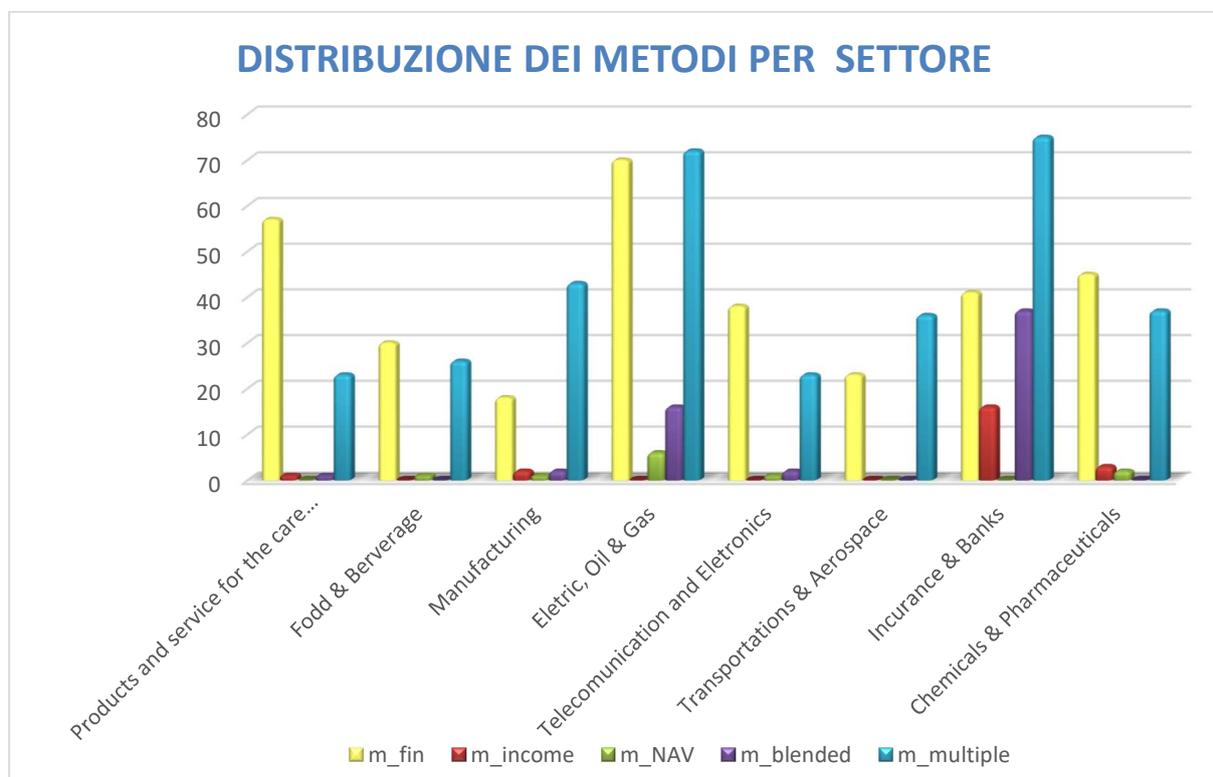


Grafico 3



Grafico 4

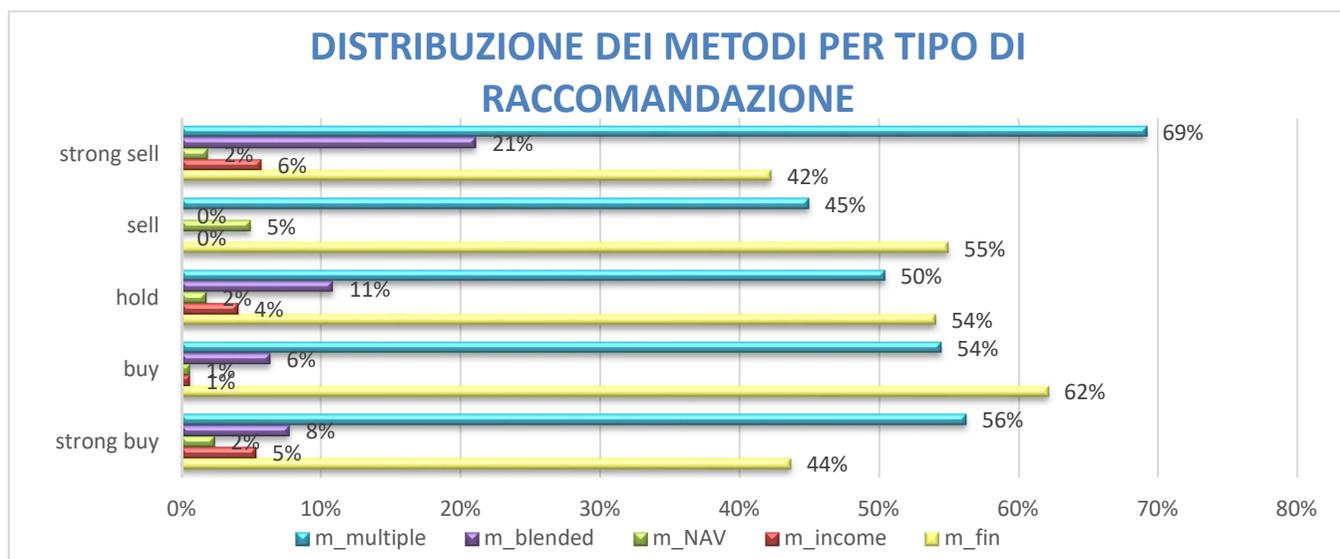


Tabella 11 Distribuzione dei metodi in base alla raccomandazione

Type recommendation	N. report	m_fin	% sul tot. tipo racc.	m_income	% sul tot. tipo racc.	m_NAV	% sul tot. tipo racc.	m_blended	% sul tot. tipo racc.	m_multiple	% sul tot. tipo racc.
strong buy	167	73	44%	9	5%	4	2%	13	8%	94	56%
buy	156	97	62%	1	1%	1	1%	10	6%	85	54%
hold	220	119	54%	9	4%	4	2%	24	11%	111	50%
sell	20	11	55%	0	0%	1	5%	0	0%	9	45%
strong sell	52	22	42%	3	6%	1	2%	11	21%	36	69%
TOTALE	615	322	52%	22	4%	11	2%	58	9%	335	54%

Infine, sulla base degli analisti che hanno redatto i report del campione analizzato, è possibile riscontrare la presenza di 37 diverse case di brokeraggio. Per ciascuna si è voluto evidenziare i principali metodi utilizzati. La Tabella 13 riporta la frequenza assoluta e relativa dei metodi di valutazione impiegati in proporzione al numero di report redatti presenti nel campione.

Dal Grafico 5 si possono notare i quattro analisti che non forniscono informazioni riguardo al processo valutativo adottato. Essi sono Sebenskilda, Millennium Investment Banking BCP, Helvea e Fairesearch. In tutti gli altri casi vengono utilizzati almeno due diversi metodi valutativi, in generale questi si rifanno ai metodi finanziari e i metodi dei multipli di mercato. Per fare delle considerazioni generali sembra opportuno selezionare i broker che compaiono più spesso nel campione, a cui si associano minimo una ventina di report (Tabella 12).

Nel Grafico 6 infatti sono rappresentati i principali broker e la relativa distribuzione dei metodi adottati. Riassumendo, i principali metodi utilizzati sono i finanziari e i multipli di mercato, seguiti dai metodi misti, reddituali e infine patrimoniali. Solo UBS e Natixis utilizzano i principali metodi emersi, mentre vengono impiegati tutte le diverse categorie di metodi valutativi da parte di Société Générale, RBC Capital Markets, Morgan Stanley, HSBC, Credit Suisse e Barclays.

Dal Grafico 7 appaiono le percentuali di report redatti dai principali broker, UBS è l'analista con più report redatti all'interno del campione, con una frequenza assoluta di 65 e una relativa pari 11%.

Tabella 12 Frequenza per principali broker

Broker	N Report	% sul campione
Barclays	37	6%
Credit Suisse	56	9%
Deutsche Bank	51	8%
HSBC	50	8%
J.P. Morgan	36	6%
Morgan Stanley	52	8%
Natixis	18	3%
Raymond James Euro Equities SAS	23	4%
RBC Capital Markets	38	6%
Santander	25	4%
Société Générale	55	9%
UBS	65	11%
TOTALE	506	82%

Grafico 5

FREQUENZA DEI METODI PER BROKER

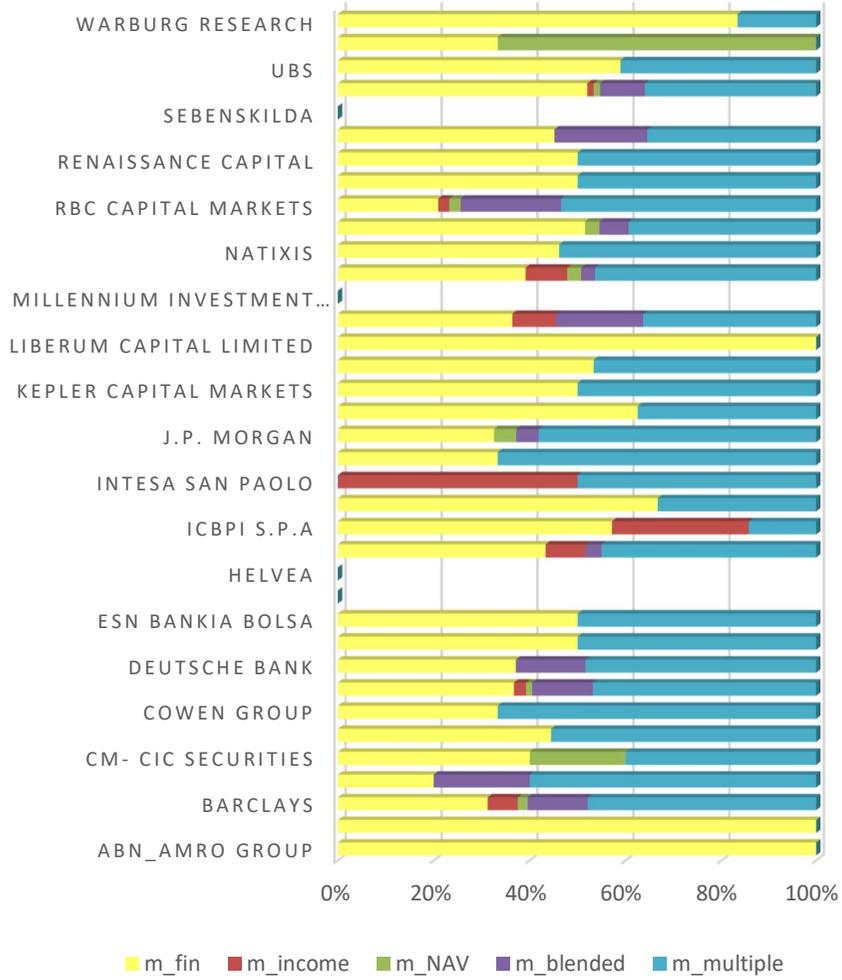


Grafico 6

FREQUENZA DEI METODI DEI PRINCIPALI BROKER

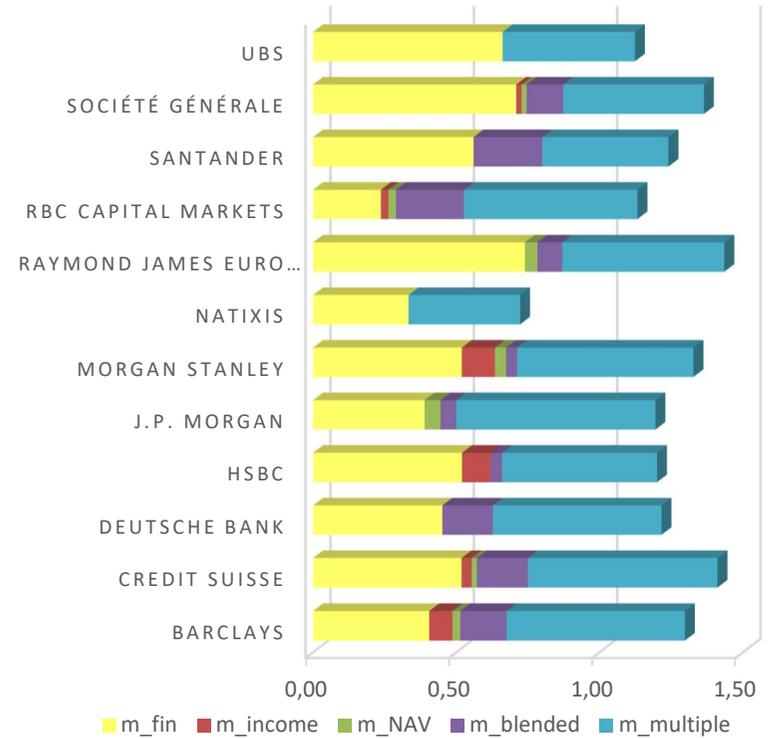


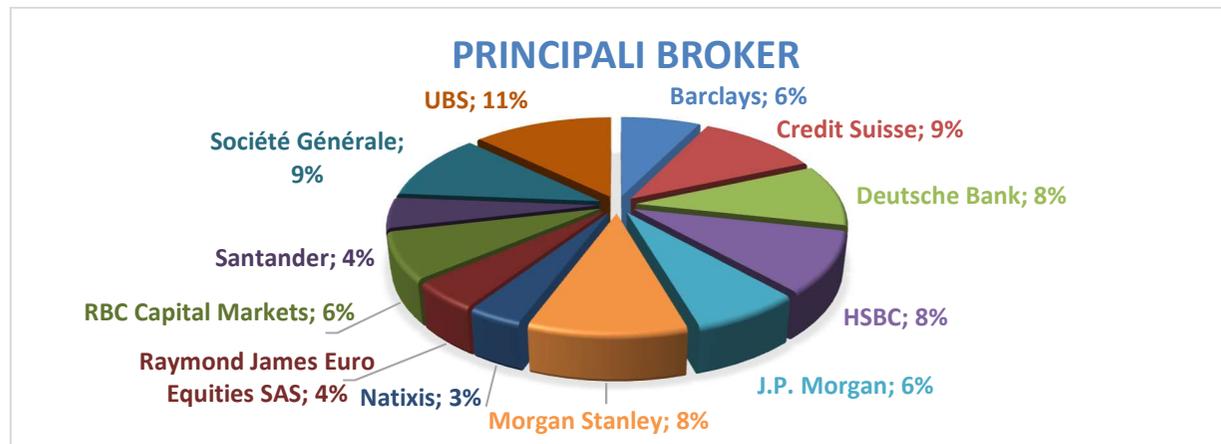
Tabella 13 Frequenza dei metodi per ciascun broker

<i>Broker</i>	<i>N. Report</i>	<i>m_fin</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_income</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_NAV</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_blended</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_multiple</i>	<i>% su n. report per broker</i>
ABN_AMRO Group	1	1	1,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Banco Portuges de Investimento	3	1	0,33	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Barclays	37	15	0,41	3	0,08	1	0,03	6	0,16	23	0,62
Canaccord Genuity Limited	4	1	0,25	0	0,00	0	0,00	1	0,25	3	0,75
CM- Cic Securities	5	4	0,80	0	0,00	2	0,40	0	0,00	4	0,80
Commerzbank	15	8	0,53	0	0,00	0	0,00	0	0,00	10	0,67
Cowen Group	2	1	0,50	0	0,00	0	0,00	0	0,00	2	1,00
Credit Suisse	56	29	0,52	2	0,04	1	0,02	10	0,18	37	0,66
Deutsche Bank	51	23	0,45	0	0,00	0	0,00	9	0,18	30	0,59
Equita Sim Spa	4	1	0,25	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	0,25
ESN Bankia Bolsa	1	1	1,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	1,00
Fairesearch	2	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Helvea	2	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
HSBC	50	26	0,52	5	0,10	0	0,00	2	0,04	27	0,54
ICBPI S.p.A	5	4	0,80	2	0,40	0	0,00	0	0,00	1	0,20

<i>Broker</i>	<i>N. Report</i>	<i>m_fin</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_income</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_NAV</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_blended</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_multiple</i>	<i>% su n. report per broker</i>
ING	2	2	1,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	0,50
Intesa San Paolo	1	0	0,00	1	1,00	0	0,00	0	0,00	1	1,00
Investec Bank Plc	3	1	0,33	0	0,00	0	0,00	0	0,00	2	0,67
J.P. Morgan	36	14	0,39	0	0,00	2	0,06	2	0,06	25	0,69
Jefferies	13	10	0,77	0	0,00	0	0,00	0	0,00	6	0,46
Kepler Capital Markets	5	3	0,60	0	0,00	0	0,00	0	0,00	3	0,60
Kepler Cheuvreux	15	8	0,53	0	0,00	0	0,00	0	0,00	7	0,47
Liberum Capital Limited	3	1	0,33	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Macquarie	10	4	0,40	1	0,10	0	0,00	2	0,20	4	0,40
Millennium Investment Banking bcp	2	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Morgan Stanley	52	27	0,52	6	0,12	2	0,04	2	0,04	32	0,62
Natixis	18	6	0,33	0	0,00	0	0,00	0	0,00	7	0,39
Raymond James Euro Equities SAS	23	17	0,74	0	0,00	1	0,04	2	0,09	13	0,57

<i>Broker</i>	<i>N. Report</i>	<i>m_fin</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_income</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_NAV</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_blended</i>	<i>% su n. report per broker</i>	<i>m_multiple</i>	<i>% su n. report per broker</i>
Renaissance Capital	1	1	1,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	1,00
Santander	25	14	0,56	0	0,00	0	0,00	6	0,24	11	0,44
SebEnskilda	1	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Société Générale	55	39	0,71	1	0,02	1	0,02	7	0,13	27	0,49
UBS	65	43	0,66	0	0,00	0	0,00	0	0,00	30	0,46
VTB Capital	1	1	1,00	0	0,00	2	2,00	0	0,00	0	0,00
Warburg Research	5	5	1,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	0,20
TOTALE	615	322	19,14	22	1,88	13	2,63	58	1,79	335	17,30

Grafico 7



4.2. Modello di regressione lineare

Al fine di testare le ipotesi formulate in precedenza, il lavoro procede eseguendo un'analisi inferenziale sul campione. In particolare il modello a cui si fa riferimento è il modello di regressione lineare della serie:

$$FE_{ij} = \alpha + \beta_1 \text{variabili di ipotesi}_{ij} + \beta_2 \text{variabili di controllo}_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (5)$$

dove:

FE_{ij} è l'errore di previsione del *target price* per il report dell'azienda i , dell'analista j ;

α è la costante del modello di regressione;

Variabili di ipotesi $_{ij}$ in riferimento a ciascuna ipotesi da testare per l'azienda i e l'analista j ;

β_1 è il vettore dei coefficienti delle variabili usate per testare le ipotesi;

Variabili di controllo $_{ij}$ sono tutte quelle variabili che vengono tenute in considerazione per influenzare i risultati sulla base delle caratteristiche aziendali di ciascuna azienda i e per ciascun analista j ;

β_2 è il vettore dei coefficienti delle variabili di controllo;

ε_{ij} errore / altri fattori che influenzano in modo non sistematico la variabile dipendente.

Nei vari modelli gli elementi a cui si fa riferimento sono i *P-value* delle variabili esplicite.

Ogni modello, oltre a contenere la specifica variabile su cui poggia l'ipotesi da testare, contiene anche le variabili di controllo generiche che presentano risultati simili in tutti i modelli proposti. Le variabili di controllo che mostrano *P-value* significativi sono: *ACTUALFE*, *BOLDNESS*, *VOLATILITY*, *SIZE* e *FORAGE*. I relativi *P-value* sono per la maggior parte inferiori all'0.001%, ad esclusione della *VOLATILITY* che mostra una significatività dell'0.0131%. Questi valori stanno ad indicare una bassa probabilità di verifica dell'ipotesi nulla, ossia che le variabili siano non significative in quanto i coefficienti sono uguali a zero. Una bassa probabilità di verifica dell'ipotesi nulla comporta un rifiuto di quest'ultima. Il programma Gretl utilizzato associa un numero di stelline rappresentativo del livello di significatività delle variabili del modello (* probabilità <0.10%, ** probabilità <0.05%, *** probabilità <0.0001%). Questi risultati sono abbastanza in linea con il lavoro di Cavezzali et. al., (2014), il quale mostra che

BOLDNESS, *VOLATILITY*, *GROWTH* e *PMAFE* sono negativamente correlate all'accuratezza del *target price*, mentre, come in questo lavoro, *SIZE* impatta positivamente.

Si può notare come sia per *BOLDNESS*, *VOLATILITY*, *GROWTH* e *FORAGE* all'aumentare dei loro valori si assiste ad una diminuzione dell'accuratezza del *target price* che tende verso valori maggiori, mentre per *SIZE* all'aumento delle dimensioni aziendali, calcolate attraverso un logaritmo del *Market Cap*, si associano valori di accuratezza più bassi. Tutto questo è possibile riscontrarlo attraverso il segno del relativo coefficiente.

In riferimento al grado di *disclosure* contenuto nel report, l'ipotesi H1 prevede che una maggiore esplicitazione dei metodi utilizzati porti ad una migliore accuratezza. Stando ai risultati ottenuti l'ipotesi sembra essere bocciata. La variabile *DISCLOSED-NOT DISCLOSED* non ha impatto sull'errore di previsione del *target price*. Il modello di riferimento è il seguente:

$$FE1_{ij} = \alpha + \beta_1 DISCLOSED_NOTDISCLOSED_{ij} + \beta_2 CONTROL\ VARIABLES_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

(6)

Modello 1: OLS, usando le osservazioni 1-615 (n = 565)
Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 50
Variabile dipendente: *FE1*

	Coefficiente	Errore Std.	rapporto t	p-value	
const	0,8369	0,215134	3,891	0,0001	***
ACTUALFE	0,0019	0,000504671	3,940	<0,0001	***
BOLDNESS	0,5893	0,0695043	8,480	<0,0001	***
VOLATILITY	0,0682	0,0273114	2,498	0,0128	**
SIZE	-0,0805	0,0203070	-3,965	<0,0001	***
GROWTH	-0,0422	0,0299926	-1,408	0,1596	
AFE	-0,0007	0,00578730	-0,1256	0,9001	
PMAFE	-0,0006	0,00160984	-0,4245	0,6713	
FORAGE	0,0003	0,000104445	3,756	0,0002	***
NAZ	-0,0076	0,0276122	-0,2788	0,7805	
disclosed_notdisclosed	-0,00850109	0,0323303	-0,2629	0,7927	

Media var. dipendente	0,2248
Somma quadr. residui	35,8930
R-quadro	0,2029
F(10, 554)	14,1031
Log-verosimiglianza	-23,0505
Criterio di Schwarz	115,8062

SQM var. dipendente	0,2825
E.S. della regressione	0,2545
R-quadro corretto	0,1885
P-value(F)	2,38e-22
Criterio di Akaike	68,1011
Hannan-Quinn	86,7214

Il modello 2 testa la significatività della variabile *PRIMARY_NOT PRIMARY*, in risposta all'ipotesi H2, al fine di evidenziare se la presenza di un metodo primario produce minor errore di previsione del *target price*.

$$FE1_{ij} = \alpha + \beta_1 PRIMARY_{ij} + \beta_2 CONTROL\ VARIABLES_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (7)$$

Dai risultati emersi la presenza di un metodo primario è significativa nel modello con un *P-value* inferiore al 0.05%, inoltre dato il segno del coefficiente si può affermare che esiste una correlazione positiva tra tale variabile e l'errore di previsione del *target price*. Alla presenza di un metodo primario l'errore di previsione aumenta, in altre parole il livello di accuratezza del *target price* diminuisce.

Modello 2: OLS, usando le osservazioni 1-615 (n = 565)
Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 50
Variabile dipendente: *FE1*

	Coefficiente	Errore Std.	rapporto t	p-value	
const	0,8409	0,2131	3,944	<0,0001	***
ACTUALFE	0,0019	0,0005	3,864	0,0001	***
BOLDNESS	0,5938	0,0689	8,617	<0,0001	***
VOLATILITY	0,0707	0,0271	2,602	0,0095	***
SIZE	-0,0838	0,0202	-4,135	<0,0001	***
GROWTH	-0,0464	0,0298	-1,556	0,1204	
AFE	-0,0007	0,0057	-0,125	0,9006	
PMAFE	-0,0003	0,0016	-0,219	0,8263	
FORAGE	0,0003	0,0001	3,520	0,0005	***
NAZ	-0,0040	0,0275	-0,145	0,8845	
primary_noprimary	0,0488	0,0223	2,184	0,0294	**

Media var. dipendente	0,2248
Somma quadr. residui	35,5910
R-quadro	0,2096
F(10, 554)	14,6929
Log-verosimiglianza	-20,6632
Criterio di Schwarz	111,0315

SQM var. dipendente	0,2825
E.S. della regressione	0,2534
R-quadro corretto	0,1953
P-value(F)	2,60e-23
Criterio di Akaike	63,3264
Hannan-Quinn	81,9467

Successivamente volendo entrare più nel dettaglio delle caratteristiche dei metodi primari è stato creato il modello 3 in riferimento all'ipotesi H3.

$$FE1_{ij} = \alpha + \beta_1 PRIMARY_ONLY_MANY_{ij} + \beta_2 CONTROL\ VARIABLES_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (8)$$

La variabile *PRIMARY ONLY* mostra attraverso il relativo *P-value* una maggiore significatività rispetto alla variabile *PRIMARY MANY*. Il risultato ottenuto non sostiene l'ipotesi H3, in quanto risulta avere maggior impatto l'applicazione di un metodo primario singolo rispetto ad un metodo primario scelto fra altri, tuttavia tale impatto è positivamente correlato all'errore di previsione del *target price*: ciò implica che l'impiego di un solo metodo conduce ad un risultato finale meno accurato.

Modello 3: OLS, usando le osservazioni 1-615 (n = 565)
Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 50
Variabile dipendente: *FE1*

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
<i>const</i>	0,8510	0,2131	3,992	<0,0001	***
<i>ACTUALFE</i>	0,0019	0,0005	3,876	0,0001	***
<i>BOLDNESS</i>	0,5965	0,0689	8,659	<0,0001	***
<i>VOLATILITY</i>	0,0714	0,0271	2,630	0,0088	***
<i>SIZE</i>	-0,0849	0,0202	-4,191	<0,0001	***
<i>GROWTH</i>	-0,0473	0,0298	-1,586	0,1132	
<i>AFE</i>	-0,0006	0,0057	-0,111	0,9114	
<i>PMAFE</i>	-0,0002	0,0016	-0,160	0,8730	
<i>FORAGE</i>	0,0003	0,0001	3,575	0,0004	***
<i>NAZ</i>	-0,0029	0,0275	-0,107	0,9142	
<i>primary_only</i>	0,0553	0,0228	2,420	0,0158	**
<i>primary_many</i>	-0,0031	0,0452	-0,069	0,9449	

Media var. dipendente	0,2248
Somma quadr. residui	35,4789
R-quadro	0,2121
F(11, 553)	13,5339
Log-verosimiglianza	-19,7727
Criterio di Schwarz	115,5874

SQM var. dipendente	0,2825
E.S. della regressione	0,2532
R-quadro corretto	0,1964
P-value(F)	4,54e-23
Criterio di Akaike	63,5454
Hannan-Quinn	83,8585

Analizzando il campione sulla base della suddivisione tra metodi primari fondamentali e quelli basati sui multipli di mercato (H4) è stato costruito il seguente modello:

$$FE1_{ij} = \alpha + \beta_1 FUNDAMENTAL_MULTIPLE_{ij} + \beta_2 CONTROL\ VARIABLES_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (9)$$

Questa distinzione non mostra valori significativi, per cui l'utilizzo di un metodo appartenente a una delle due categorie è indifferente.

Modello 4: OLS, usando le osservazioni 1-615 (n = 565)
Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 50
Variabile dipendente: FE1

	Coefficiente	Errore Std.	rapporto t	p-value	
const	0,8445	0,2143	3,940	<0,0001	***
ACTUALFE	0,0019	0,0005	3,828	0,0001	***
BOLDNESS	0,5871	0,0692	8,476	<0,0001	***
VOLATILITY	0,0702	0,0273	2,570	0,0104	**
SIZE	-0,0824	0,0203	-4,045	<0,0001	***
GROWTH	-0,0451	0,0300	-1,504	0,1331	
AFE	-0,0005	0,0057	-0,090	0,9276	
PMAFE	-0,0004	0,0016	-0,292	0,7701	
FORAGE	0,0003	0,0001	3,721	0,0002	***
NAZ	-0,0076	0,0275	-0,276	0,7820	
primary_fund_multiple	0,0215	0,0231	0,932	0,3515	

Media var. dipendente	0,2248
Somma quadr. residui	35,8412
R-quadro	0,2040
F(10, 554)	14,2035
Log-verosimiglianza	-22,6427
Criterio di Schwarz	114,9906

SQM var. dipendente	0,2825
E.S. della regressione	0,2543
R-quadro corretto	0,1896
P-value(F)	1,63e-22
Criterio di Akaike	67,2855
Hannan-Quinn	85,9058

Il modello 5 è stato creato per verificare l'impatto dei diversi metodi secondari sull'accuratezza del *target price*:

$$FE1_{ij} = \alpha + \beta_1 SECONDARY\ METHODS_{ij} + \beta_2 CONTROL\ VARIABLES_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (10)$$

Fra tutti i metodi secondari quello che risulta significativo, anche se debolmente, è quello dei multipli di mercato. Tuttavia il relativo coefficiente da un segno negativo, rappresentativo del fatto che l'utilizzo dei metodi in questione portano ad una correlazione negativa con l'errore di previsione del *target price*, per cui il loro impiego comporta maggiore accuratezza dello stesso.

Modello 5: OLS, usando le osservazioni 1-615 (n = 565)
 Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 50
 Variabile dipendente: *FE1*

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
<i>const</i>	0,8965	0,2143	4,183	<0,0001	***
<i>ACTUALFE</i>	0,00183	0,0005	3,632	0,0003	***
<i>BOLDNESS</i>	0,5825	0,0689	8,451	<0,0001	***
<i>VOLATILITY</i>	0,0721	0,0272	2,650	0,0083	***
<i>SIZE</i>	-0,0844	0,0202	-4,171	<0,0001	***
<i>GROWTH</i>	-0,0465	0,0298	-1,561	0,1190	
<i>AFE</i>	-0,0003	0,0058	-0,062	0,9504	
<i>PMAFE</i>	-0,0002	0,0016	-0,159	0,8731	
<i>FORAGE</i>	0,0003	0,0001	3,696	0,0002	***
<i>NAZ</i>	-0,0026	0,0275	-0,095	0,9242	
<i>sm_financial</i>	-0,0164	0,0385	-0,425	0,6707	
<i>sm_incomebased</i>	-0,0514	0,0748	-0,687	0,4924	
<i>sm_NAVbased</i>	-0,0022	0,0786	-0,028	0,9774	
<i>sm_blended</i>	0,0315	0,0565	0,558	0,5766	
<i>sm_multiple</i>	-0,0655	0,0359	-1,821	0,0691	*

Media var. dipendente	0,2248
Somma quadr. residui	35,1837
R-quadro	0,2186
F (14, 550)	10,9945
Log-verosimiglianza	-17,4116
Criterio di Schwarz	129,8757

SQM var. dipendente	0,2825
E.S. della regressione	0,2529
R-quadro corretto	0,1987
P-value(F)	2,60e-22
Criterio di Akaike	64,8233
Hannan-Quinn	90,2146

In riferimento a H6 per testare se le differenti metodologie adottabili dagli analisti per il calcolo del *target price* impattano in maniera diversa sull'accuratezza dello stesso, si è creato il modello 7 di regressione lineare:

$$FE1_{ij} = \alpha + \beta_1 VALUATION METHODS_{ij} + \beta_2 CONTROL VARIABLES_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (11)$$

Il modello applicato mostra che nessuna delle varie categorie ha una forte significatività sull'errore di previsione del *target price*, perciò l'impiego di un metodo piuttosto che un altro non risulta rilevante al fine del calcolo dello stesso.

Modello 6: OLS, usando le osservazioni 1-615 (n = 565)
 Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 50
 Variabile dipendente: *FE1*

	Coefficiente	Errore Std.	rapporto t	p-value	
const	0,9110	0,2171	4,196	<0,0001	***
ACTUALFE	0,0019	0,0005	3,743	0,0002	***
BOLDNESS	0,5748	0,0695	8,267	<0,0001	***
VOLATILITY	0,0680	0,0273	2,490	0,0131	**
SIZE	-0,0844	0,0204	-4,129	<0,0001	***
GROWTH	-0,0412	0,0300	-1,373	0,1703	
AFE	-0,0002	0,0057	-0,050	0,9594	
PMAFE	3,60135e-06	0,0016	0,002	0,9983	
FORAGE	0,0004	0,0001	3,840	0,0001	***
NAZ	-0,0054	0,0277	-0,195	0,8453	
m_fin	-0,0351	0,0223	-1,571	0,1167	
m_income	-0,0785	0,0577	-1,361	0,1740	
m_NAV	-0,0188	0,0783	-0,241	0,8097	
m_blended	0,0023	0,0390	0,060	0,9517	
m_multiple	-0,0358	0,0224	-1,597	0,1108	

Media var. dipendente	0,2248
Somma quadr. residui	35,4976
R-quadro	0,2116
F (14, 550)	10,5499
Log-verosimiglianza	-19,9208
Criterio di Schwarz	134,8942

SQM var. dipendente	0,2825
E.S. della regressione	0,2540
R-quadro corretto	0,1916
P-value(F)	2,47e-21
Criterio di Akaike	69,8417
Hannan-Quinn	95,2331

Si sono volute testare altre nuove ipotesi rispetto alle precedenti, già testate in lavori simili. Tra queste nuove ipotesi si è voluto studiare se all'aumentare del numero di approcci valutativi aumenti anche l'accuratezza del *target price*. Dai risultati ottenuti secondo il seguente modello:

$$FE1_{ij} = \alpha + \beta_1 NoAPPROACH_{ij} + \beta_2 CONTROL VARIABLES_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (12)$$

emerge che la variabile *NoApproaches* impatta significativamente sull'errore di previsione del *target price*, con un *P-value* inferiore dell'0.05%, il segno del coefficiente negativo indica che all'aumentare del numero di metodi impiegati, diminuisce la possibilità di errore e quindi l'accuratezza del *target price* migliora.

Modello 7: OLS, usando le osservazioni 1-615 (n = 565)
 Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 50
 Variabile dipendente: *FE1*

	Coefficiente	Errore Std.	rapporto t	p-value	
const	0,8919	0,2149	4,149	<0,0001	***
ACTUALFE	0,0019	0,0005	3,826	0,0001	***
BOLDNESS	0,5806	0,0690	8,407	<0,0001	***
VOLATILITY	0,0675	0,0271	2,484	0,0133	**
SIZE	-0,0824	0,0202	-4,075	<0,0001	***
GROWTH	-0,0419	0,0298	-1,408	0,1597	
AFE	-0,0006	0,0057	-0,106	0,9153	
PMAFE	-0,0005	0,0016	-0,316	0,7519	
FORAGE	0,0003	0,0001	3,787	0,0002	***
NAZ	-0,0052	0,0275	-0,192	0,8478	
No_approaches	-0,0325	0,0149	-2,178	0,0298	**

Media var. dipendente	0,2248
Somma quadr. residui	35,5926
R-quadro	0,2095
F (10, 554)	14,6896
Log-verosimiglianza	-20,6766
Criterio di Schwarz	111,0583

SQM var. dipendente	0,2825
E.S. della regressione	0,2534
R-quadro corretto	0,1953
P-value(F)	2,63e-23
Criterio di Akaike	63,3532
Hannan-Quinn	81,9735

In riferimento al numero di analisti che compongono il team impegnato nella valutazione del *target price*, l'ipotesi H8 presuppone che la numerosità del team possa portare maggiore accuratezza nel calcolo del *target price*. Sulla base del seguente modello:

$$FE1_{ij} = \alpha + \beta_1 NTEAM_MEMBERS_{ij} + \beta_2 CONTROL\ VARIABLES_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (13)$$

tuttavia i risultati ottenuti non sostengono tale ipotesi, in quanto il *p-value* della variabile in oggetto risulta superiore al 0.10% dando così un'evidenza di non significatività sull'accuratezza del *target price*.

Modello 8: OLS, usando le osservazioni 1-615 (n = 565)
 Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 50
 Variabile dipendente: *FE1*

	Coefficiente	Errore Std.	rapporto t	p-value	
const	0,8540	0,2143	3,984	<0,0001	***
ACTUALFE	0,0019	0,0005	3,948	<0,0001	***
BOLDNESS	0,5845	0,0692	8,441	<0,0001	***
VOLATILITY	0,0662	0,0272	2,427	0,0155	**
SIZE	-0,0794	0,0202	-3,915	0,0001	***
GROWTH	-0,0407	0,0299	-1,361	0,1741	
AFE	-0,0011	0,0057	-0,207	0,8360	
PMAFE	-0,0006	0,0016	-0,396	0,6921	
FORAGE	0,0003	0,0001	3,800	0,0002	***
NAZ	-0,0172	0,0284	-0,604	0,5458	
Nteam_members	-0,0140	0,0103	-1,354	0,1763	

Media var. dipendente	0,2248
Somma quadr. residui	35,7791
R-quadro	0,2054
F (10, 554)	14,3244
Log-verosimiglianza	-22,1523
Criterio di Schwarz	114,0098

SQM var. dipendente	0,2825
E.S. della regressione	0,2541
R-quadro corretto	0,1911
P-value(F)	1,04e-22
Criterio di Akaike	66,3047
Hannan-Quinn	84,9250

Infine si vuole testare l'impatto dei principali broker sull'accuratezza del *target price* (H9). A questo proposito è bene specificare che sono stati considerati broker principali quelli che compaiono con maggiore frequenza nel campione, a cui è possibile associare almeno una ventina di report. Selezionando solo i broker principali, il campione si restringe, come mostra la Tabella 12 il numero totale dei report selezionati è pari a 506, che corrisponde al 82% del campione. Questo sottoinsieme di dati si considera comunque rappresentativo dell'insieme, in quanto il numero di osservazioni riferite a ciascun broker principalmente individuato è elevato (circa 40 report per broker). A tal fine si è creata una variabile *dummy MainBroker* che distingue i broker principali dagli altri, ed è stata inserita nel seguente modello:

$$FE1_{ij} = \alpha + \beta_1 MAINBROKER_{ij} + \beta_2 CONTROL VARIABLES_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (14)$$

Dal modello in questione però non emergono livelli di significatività associati ai principali broker individuati, sintomo del fatto che non esiste nessuna correlazione tra le diverse case di brokeraggio e l'accuratezza del *target price*. Questo risultato esprime a parere di chi scrive un vantaggio, per il semplice fatto che la valutazione risulta essere oggettiva e non influenzata dalle caratteristiche del valutatore.

Modello 9: OLS, usando le osservazioni 1-615 (n = 565)
 Sono state scartate osservazioni mancanti o incomplete: 50
 Variabile dipendente: *FE1*

	Coefficiente	Errore Std.	rapporto t	p-value	
const	0,8315	0,2152	3,863	0,0001	***
ACTUALFE	0,0019	0,0005	3,956	<0,0001	***
BOLDNESS	0,5910	0,0692	8,541	<0,0001	***
VOLATILITY	0,0685	0,0272	2,511	0,0123	**
SIZE	-0,0806	0,0203	-3,972	<0,0001	***
GROWTH	-0,0427	0,0299	-1,426	0,1544	
AFE	-0,0007	0,0057	-0,130	0,8965	
PMAFE	-0,0006	0,0016	-0,415	0,6778	
FORAGE	0,0003	0,0001	3,744	0,0002	***
NAZ	-0,007	0,0293	-0,260	0,7949	
MainBroker	-0,0002	0,0299	-0,009	0,9922	

Media var. dipendente	0,2248
Somma quadr. residui	35,8975
R-quadro	0,2028
F (10, 554)	14,0944
Log-verosimiglianza	-23,0857
Criterio di Schwarz	115,8766

SQM var. dipendente	0,2825
E.S. della regressione	0,2545
R-quadro corretto	0,1884
P-value(F)	2,46e-22
Criterio di Akaike	68,1715
Hannan-Quinn	86,7918

CONCLUSIONI

Questo lavoro ha cercato di far luce sull'operato degli analisti finanziari, in particolare sulle caratteristiche del processo valutativo impiegato per effettuare una valutazione aziendale.

Nel compiere una valutazione aziendale gli analisti sono chiamati ad associare un valore al capitale dell'intera azienda, in riferimento non solo ai beni materiali che compongono il relativo patrimonio ma anche alle opportunità future di crescita e capacità di produrre reddito da parte dell'impresa. La valutazione è un giudizio espresso dall'analista sulla base delle proprie capacità e conoscenze, tuttavia l'inequivocabile obiettivo di individuare il valore aziendale al fine di massimizzarlo, attribuisce all'intero processo valutativo un connotato oggettivo condivisibile. Gli analisti infatti per calcolare il *target price*, si rifanno ad una serie di metodi di valutazione condivisi in letteratura. Il tutto viene poi reso pubblico attraverso la diffusione dei relativi report emessi.

L'analisi condotta sui report degli analisti, ha lo scopo di individuare quali elementi del processo valutativo incidono maggiormente sul calcolo del *target price*, e quali portano ad una maggiore accuratezza dello stesso. A tal fine si è da prima creato un campione di dati, analizzando per intero 615 report redatti dai *sell-side analysts*. Successivamente dopo aver classificato gli elementi ritenuti principali, a cui sono state associate delle specifiche variabili, si è condotta un'analisi prima descrittiva e poi inferenziale.

Tutte le ipotesi sono state testate tenendo conto di una serie di variabili aziendali di controllo che, stando a quanto emerso dalla letteratura, possono influenzare le valutazioni. Tra queste vi sono BOLDNESS e ACTUALFE indicatori di bontà dell'analisi di previsione associati rispettivamente al prezzo corrente e al prezzo effettivo dodici mesi dopo la valutazione, la volatilità del prezzo del titolo (VOLATILITY), la dimensione (SIZE) e la crescita aziendale (GROWTH), l'arco temporale tra la data di emissione del report e la data di fine esercizio (FORAGE), la coincidenza della nazionalità dell'analista con quella dell'azienda analizzata (NAZ) e infine due formule associate ai rendimenti futuri (AFE, PMAFE). Per la maggior parte di queste variabili di controllo, quali BOLDNESS, ACTUALFE, VOLATILITY, GROWTH, FORAGE, si è riscontrata una correlazione negativa con l'accuratezza del *target price*, mentre in riferimento alle dimensioni aziendali (SIZE) è possibile associare una correlazione positiva. All'aumentare infatti delle dimensioni aziendali aumenta l'accuratezza del *target price*.

In riferimento alle informazioni fornite dagli analisti circa il processo valutativo adottato e al relativo impatto nella previsione del *target price*, è possibile confermare quanto affermano Cavezzali et. al. (2014) nel loro lavoro: il *target price* supportato da un maggior grado di informazioni, circa i metodi di valutazione impiegati, rivela un'accuratezza pari a quello emesso senza nessun tipo di informazione al riguardo. Sulla base di ciò è possibile affermare quindi che l'esplicitazione del processo valutativo non rappresenta un elemento rappresentativo di una migliore stima del valore aziendale.

Dall'analisi condotta sul database selezionato, è possibile affermare che i metodi impiegati con maggiore frequenza nel processo valutativo sono generalmente quelli finanziari e i multipli di mercato, in linea con quanto affermano Demirakos et. al. (2004) e Asquith (2005). Tuttavia sulla base dei risultati emersi dall'analisi inferenziale, l'impiego delle diverse tipologie di valutazione non manifesta differenze significative sull'accuratezza del *target price*. Questo permette di dichiarare che non esiste un metodo considerato migliore a priori di altri, ciò che indice sull'accuratezza del *target price* non sono le caratteristiche del singolo metodo valutativo bensì il processo in cui è inserito.

La maggior parte dei report analizzati presenta un metodo primario, che per la maggioranza di questi è l'unico metodo impiegato nella valutazione. Dall'analisi inferenziale eseguita sul campione, è emerso che la presenza di un metodo primario impatta sull'accuratezza del *target price*, generando una correlazione negativa. Da ciò si deduce che risulta più opportuno misurare il *target price* attraverso l'impiego di più metodi di valutazione.

Entrando più nel dettaglio del metodo primario: questo può essere l'unico metodo impiegato nella valutazione oppure presente assieme ad altri, risultando comunque il più significativo. Sulla base di questa distinzione è possibile affermare a supporto di quanto appena esplicitato, che l'utilizzo di un solo metodo nel processo valutativo conduce ad un risultato finale meno accurato. Restando nell'ambito del metodo primario si è appurato che i metodi finanziari e i multipli di mercato, sono quelli maggiormente impiegati per assumere tale ruolo, con un impatto significativo correlato negativamente con l'accuratezza del *target price*.

La frequente distinzione tra metodi fondamentali e multipli di mercato, sembra a questo punto superata. Dati i risultati emersi dal campione entrambe le categorie risultano più utilizzate e con simile, se non identico, impatto sull'accuratezza del *target price*, indipendentemente dalla posizione gerarchica assunta. È tuttavia, necessario precisare che i

metodi comparativi risultano i più frequenti e positivamente associati all'accuratezza del *target price*, come metodi di controllo a supporto di un determinato metodo primario.

In particolare, restando sempre nell'ambito dei metodi di valutazione, il numero dei diversi approcci impegnati nel processo valutativo sostiene l'ipotesi che un maggior numero di metodi applicati nel calcolo del *target price* conduce a risultati più soddisfacenti. Questa considerazione è possibile associarla con quanto già emerso precedentemente in riferimento ai metodi primari: la determinazione del risultato finale è più accurata se deriva dalla media di più metodi valutativi.

In tutti i settori, presenti nel campione di dati analizzati, i metodi finanziari e i multipli di mercato sono quelli che compaiono con maggiore frequenza. È quindi possibile affermare che queste due categorie di metodi, sono quelle più impiegate per la valutazione aziendale, indipendentemente dall'attività svolta dall'impresa e quindi dal relativo settore. Nel settore dell'energia e carburanti vi è il più alto impiego dei metodi finanziari mentre i multipli di mercato trovano il loro più largo uso nel settore assicurativo-bancario. In entrambi i settori vengono comunque impiegati anche metodi misti sulla base delle caratteristiche peculiari delle relative aziende.

La tendenza degli analisti, in riferimento alla raccomandazione, è positivamente orientata ad acquistare o tenere il titolo in portafoglio, ridotta invece risulta la percentuale associata ad una raccomandazione indirizzata a vendere il titolo. In generale per ciascun tipo di raccomandazione non è emerso l'impiego di una particolare categoria di metodi. La distribuzione degli stessi si rifà alle considerazioni generali.

Le nuove ipotesi formulate hanno voluto testare l'impatto che altri elementi, direttamente collegati al processo valutativo, hanno sul risultato finale.

Si è voluto spostare l'attenzione al di fuori delle caratteristiche dei metodi di valutazione impiegati, elemento oggettivo del processo, e analizzare gli elementi maggiormente collegati alle peculiarità del soggetto che compie la valutazione. A riguardo, si è voluto tenere in considerazione la numerosità del team che compone la valutazione, e dai risultati emersi dall'analisi inferenziale condotta sul campione di report, tale elemento non ha impatto nell'accuratezza del *target price*.

Successivamente, al fine di far emergere nel complesso le caratteristiche dei vari analisti che hanno redatto i report, questi sono stati suddivisi per la relativa casa di brokeraggio. Poiché vi sono dei broker più attivi rispetto ad altri, si è analizzato se i primi sono, oltre che più attivi anche più accurati, ma l'ipotesi non è stata confermata dall'analisi empirica. Questo risultato sembra comunque essere soddisfacente, a parere di chi scrive, in quanto, ricollegando il discorso al concetto teorico, la valutazione deve essere il più possibile oggettiva e non influenzata dalle caratteristiche del valutatore. Perciò dalle ipotesi testate è possibile affermare che sia il numero che compone il team del processo valutativo, che le peculiarità intrinseche dei vari analisti appartenenti alle diverse case di brokeraggio non sembrano influenzare la valutazione aziendale.

Concludendo il lavoro si può affermare che l'accuratezza del *target price* non dipende né dalle caratteristiche del valutatore, né dai metodi di valutazione adottati e nemmeno dal grado di informazioni fornite al riguardo, ciò che incide maggiormente è invece la procedura adottata nel suo insieme. Per una migliore accuratezza sembra essere più appropriato l'utilizzo di una serie di metodi combinati tra di loro e optare per una media dei valori che emergono dai diversi approcci. Individuare un accurato *target price* non è cosa semplice, perché vi sono una serie di altri fattori oltre a quelli analizzati che incidono nella sua determinazione. Molti di questi non è possibile prevederli o gestirli in quanto dipendono da eventi casuali o macro variabili economiche. Per questo motivo le analisi condotte e i risultati ottenuti, possono fornire informazioni utili circa le caratteristiche del processo valutativo adottato, ma sono comunque marginali nell'analisi dell'accuratezza del *target price*.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *Creazione di valore e informazione societaria*, in AIAF (Associazione Italiana Analisti Finanziari), supplemento al n. 42, 2002.
- Ambrosetti Stern Stewart Italia, AIAF, *Best Practices nei metodi di valutazione e di stima del costo del capitale*, in AIAF, supplemento al n. 32, quaderno n. 97, 1999.
- (Asquith et al., 2005) Asquith P., Mikhail M.B., Au A.S., *Information Content of Equity Analyst Reports*, Journal of Financial Economics, Volume 75, Issue 2, pp. 245-282, 2005.
- Aswath Damodaran, *Valutazione delle aziende* Edizione italiana a cura di Fabrizio Ferri, APOGEO, Milano, 2002.
- (Balducci, 2001) Balducci D., *La valutazione dell'azienda*, Edizioni Fag, Milano, 2001.
- Barbarito L., *L'impatto della qualità della comunicazione finanziaria sul valore di un titolo quotato*, in "AF", n. 45, 2002.
- (Barron et al., 1999) Barron O., C. Kile C., O'keefe T., "MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecast", in Contemporary Accounting Research, Vol.16, 1999.
- (Bertinetti, Cavezzali, Rigoni, 2009) Bertinetti G., Cavezzali E., Rigoni U., "I report degli analisti finanziari: metodi di valutazione e raccomandazioni d'investimento", in Comana M., Brogi M. a cura di Banca, Sistemi e Modelli. Saggi in onore di Tancredi Bianchi – Volume 3, Ed. Bancaria Editrice, Roma, 2009.
- (Bonini, Zanetti e Bianchini, 2010) Bonini S., Zanetti L., Bianchini R., Slavi A., *Target Price Accuracy in Equity Research*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 37, ed. 9-10, pp. 1177-1217, Novembre /Dicembre 2010.
- (Bowen et al., 2002) Bowen R., Davis A., Matsumoto D., *Do conference call affect analysts' stock recommendations*, in Accounting Horizons, vol. 16, n. 1, 2002.
- (Bradshaw et al., 2013) Bradshaw M., Brown L. D., Huang K., *Do Sell-Side Analysts Exhibit Differential Target Price Forecasting Ability?*, Review of Accounting Studies, Volume 18, ed. 4, pp. 930-955, 2013.
- (Breton, Taffler, 2001) Breton G., Taffler R. J., *Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach*, in Accounting and Business Research, vol. 31, n. 2, 2001.
- Buongiorno M., *La valutazione delle aziende dopo l'introduzione dei PIV*, Euroconference, Verona, 2016.

- Cavezzali E., Nathan S., Rigoni U., *Valuation method used by financial analysts and target price accuracy*, 2005.
- (Cavezzali, Cervellati, Pattitoni, Rigoni, 2011) Cavezzali E., Cervellati E. M., Pattitoni P., Rigoni U., *Report degli analisti e impatto delle variazioni delle raccomandazioni e dei target price: evidenze sul mercato italiano*, in *Rivista Bancaria*, Minerva Bancaria, 2011.
- Cattaneo M., *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Il Mulino, Imola, 1998.
- (Cerarini F., Gualtieri P., 2001) Cesarini F., Gualtieri P., *La Borsa*, Il Mulino, Bologna, 2001.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., (McKINSEY & CO. INC), *Il valore dell'impresa Strategie di valutazione e gestione*, Il sole 24 Ore Società Editoriale Media Economici-Seme S.p.A. Divisione libri, Milano, 1991.
- David Frykman-Jakob Tolleryd, *Valutare l'impresa*, Pearson Education Italia, Milano, 2005.
- (Demirakos et al., 2004) Demirakos E.G., Strong N.C., Walker M., *What Valuation Models Do Analysts Use?*, *Accounting Horizons*, Vol. 84, No. 4, pp. 221-240, December 2004.
- Demirakos E.G., Strong N.C., Walker M., *Does Valuation Model Choice Affect Target Price Accuracy?*, *European Accounting Review: Volume 19, Issue 1*, pp. 35/72, 2010.
- (De Vincentiis, 2010) De Vincentiis P., *Accuracy and Bias of Equity Analysts in Environment Characterized by Higher Disclosure: Empirical Evidence from the Italian Market*, EMFI Working Paper No. 3-2010.
- Fusa E., Guatri L., *La valutazione del capitale economico dell'impresa*, Il Sole 24 Ore S.p.A., Milano, 1999.
- (Genco, Ferrara, 1995) Genco P., Ferrara G., *"Le strategie"* in AA. VV. (a Cura di Caselli L.), *Le parole dell'impresa*, Franco Angeli, Milano, 1995.
- (Grant, 1999) Grant Robert M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali: concetti, tecniche, applicazioni*, edizione italiana a cura di Lorenzoni G., Il Mulino, Bologna, 1999.
- Guatri L., *La valutazione delle aziende Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Egra S.p.A., Milano, 1990.
- Guatri L., Massari M., *La diffusione del valore*, EGEA S.p.A., Milano, 1992.
- (Guatri, 1998) Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA S.p.A. E Giuffrè editori S.p.A, Milano, 1998.

- (Guidara, 2011) Guidara F., *La comunicazione finanziaria: come dialogare e convincere il mercato*, EGEA S.p.A. Milano, 2011.
- Gonnella E., *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda Valutazione stand-alone*, Edizioni Plus, Pisa, 2008.
- (Hill, Knowlton, 1984) Hill & Knowlton, *The annual report: A question of credibility*, Hill and Knowlton, New York, 1984.
- Jackson Libri S.r.l., *Analisi tecniche dei mercati finanziari: come prevedere le variazioni di prezzo*, Trento, 1997.
- Paracampo M., *L'informativa finanziaria derivata Ruolo e responsabilità degli analisti finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2008.
- (Piras L., 2002) Piras L., *Creazione e misurazione del valore: un confronto tra DCF e EVA*, in *Analisi Finanziaria (AF)*, pag. 4-29, 2002.
- (Porter, 1980) Porter, M. E. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press, 1980.
- (Rocchi, 2001) Ronchi F., *La creazione del valore - Fini, condizioni e processi*, Libreria Editrice Cafoscarina, Venezia, 2001.
- (Valdani, 1995) Valdani E., *Marketing Strategico: un'impresa proattiva per sviluppare market driving e valore*, ETAS Libri, Milano, 1995.
- Zanda G., Lacchini M., Onesti T., *La valutazione delle aziende*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2001.
- (Zappa, Reddito op. cit, 1950, pag 81) Zappa G., *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1950.
- Zappa G., *Il reddito di Impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, 1937

SITOGRAFIA

(ultima consultazione mese di maggio)

- www.borsaitaliana.it
- www.asfim.org
- www.consob.it
- www.morningstar.it

Banche dati elettroniche messe a disposizione dell'Università Ca' Foscari di Venezia:

- Bloomberg

APPENDICE TABELLE

Tabella 1 La classificazione dei metodi di valutazione

Categoria generica	Metodi
Metodi finanziari	Discounted Cash Flow (DCF), Dividend Discounted Model (DDM), Modello di crescita di Gordon (GGM), Adjusted Present Value (APV), HOLT-CFROI
Metodi reddituali	Residual Income (RIM), Warranted Equity Method (WEM), Warrented Equity Valuation (WEV)
Metodi misti	Economic Value Added (EVA), Return on Tangible Equity (ROTE), Return on Invested Capital (ROIC), Asset Based method (RAB)
Metodi patrimoniali	Embedded Value (EV)
Metodi dei multipli di mercato	EV/EBITDA, P/NAV, P/E, P/BV

Tabella 2 Definizione delle variabili del modello

Nome Variabile	Descrizione	Misura
<i>FE1</i>	Prima formula di misura dell'accuratezza di previsione del <i>target price</i>	$FE1 = \begin{cases} \frac{TP - P_{\max 12 \text{ mesi}}}{P_t} & TP > P_t \\ \frac{TP - P_{\min 12 \text{ mesi}}}{P_t} & TP < P_t \end{cases}$
<i>FE2</i>	Seconda formula di misura dell'accuratezza di previsione del <i>target price</i>	$FE2 = \left \frac{TP - P_{+365}}{P_t} \right $
<i>M_FINANCIAL, M_INCOME BASED, M_BLENDED, M_NAV BASED, M_MULTIPLE</i>	diverse variabili ognuna associata ad un diverso genere di metodi di valutazione utilizzati nei report	Sono variabili <i>dummy</i> che rappresentano ciascuna una categoria di metodi di valutazione presenti (M_FINANCIAL metodi finanziari, M_INCOME BASED metodi reddituali, M_BLENDED metodi misti, M_NAV BASED metodi patrimoniali, M_MULTIPLE metodi basati sui multipli di mercato). Ciascuna variabile <i>dummy</i> vale 1 quando il metodo di quella categoria è presente, 0 altrimenti.
<i>PRIMARY_NOTPRIMARY</i>	Indica se nel report vi è un metodo solo adottato oppure un metodo considerato primario fra molti	La variabile <i>dummy</i> è pari a 1 quando è presente un metodo primario, 0 altrimenti.
<i>MM_FINANCIAL, MM_INCOME BASED, MM_BLENDED, MM_NAV BASED, MM_MULTIPLE</i>	diverse variabili ognuna associata ad un diverso genere di metodi primari di valutazione utilizzati nei report	Le variabili <i>dummy</i> rappresentano il genere di metodo primario utilizzato nella valutazione (MM_FINANCIAL metodi finanziari, MM_INCOME BASED metodi reddituali, MM_BLENDED metodi misti, MM_NAV BASED metodi patrimoniali, MM_MULTIPLE metodi basati sui multipli di mercato). Ciascuna variabile <i>dummy</i> vale 1 quando il metodo di quella categoria è presente, 0 altrimenti.
<i>PRIMARY_FUND_MULTIPLE</i>	Variabile che indica che il metodo primario utilizzato appartiene alla categoria dei metodi	La variabile <i>dummy</i> vale 1 se l'analista utilizza un metodo appartenente alla categoria dei metodi fondamentali, 0 se appartiene ai multipli di mercato.

	fondamentali o ai multipli di mercato	
<i>PRIMARY ONLY</i>	Indica se nel report è stato utilizzato un solo metodo	La variabile <i>dummy</i> vale 1 se vi è un solo metodo impiegato nella valutazione, 0 altrimenti.
<i>PRIMARY MANY</i>	Indica se nel report vi è un metodo considerato primario rispetto ai molti impiegati nella valutazione	La variabile <i>dummy</i> vale 1 se vi è un metodo considerato primario rispetto agli altri impiegati, 0 se non vi è gerarchia tra i metodi impiegati.
<i>SM_FINANCIAL, SM_INCOME BASED, SM_BLENDED, SM_NAV BASED, SM_MULTIPLE</i>	diverse variabili ognuna associata ad un diverso genere di metodi secondari di valutazione utilizzati nei report	Le variabili <i>dummy</i> rappresentano il genere di metodo secondario utilizzato nella valutazione (<i>SM_FINANCIAL</i> metodi finanziari, <i>SM_INCOME BASED</i> metodi reddituali, <i>SM_BLENDED</i> metodi misti, <i>SM_NAV BASED</i> metodi patrimoniali, <i>SM_MULTIPLE</i> metodi basati sui multipli di mercato). Ciascuna variabile <i>dummy</i> vale 1 quando il metodo di quella categoria è presente, 0 altrimenti.
<i>DISCLOSED_NOT DISCLOSED</i>	Indica se nel report sono contenute o meno informazioni riguardanti i metodi di valutazione adottati	La variabile <i>dummy</i> è uguale a 1 se vi sono informazioni riguardanti il metodo di valutazione utilizzato, 0 altrimenti.
<i>NTEAM_MEMBERS</i>	Indica il numero di analisti da cui è composto il team di valutazione aziendale	Dato indicato in ogni report
<i>NoAPPROACHES</i>	Indica il numero di differenti approcci di valutazione impiegati nel calcolo del <i>target price</i>	Dato ricavato dalle variabili ognuna associata ad un diverso genere di metodi di valutazione utilizzati nei report
<i>MAIN BROKER</i>	Indica se il broker è considerato principale o meno, tale distinzione avviene sulla base del numero di report emessi presenti nel campione (minimo 20 report emessi)	È una variabile <i>dummy</i> a cui viene associato il valore 1 se il report in questione fa riferimento a un principale broker, 0 altrimenti.
<i>BOLDNESS</i>	Indicatore della bontà dell'analisi di	È il valore assoluto della differenza tra il <i>target price</i> e il <i>current price</i>

	previsione rispetto al prezzo corrente	del titolo azionario diviso lo stesso <i>current price</i> .
<i>ACTUALFE</i>	Indicatore della bontà dell'analisi di previsione rispetto al prezzo effettivo 12 mesi dopo	Differenza tra il <i>target price</i> e il <i>current price</i> 12 dopo la data di emissione del <i>target price</i> su detto.
<i>VOLATILITY</i>	Indicatore della volatilità del prezzo	Dato ottenuto da Bloomberg.
<i>SIZE</i>	Indicatore della dimensione aziendale	Logaritmo naturale del <i>market cap</i> aziendale espresso in ciascun report
<i>GROWTH</i>	Indicatore della crescita aziendale	Questa variabile è calcolata rapportando al valore <i>del market cap</i> di ciascuna azienda la differenza tra le attività e le passività aziendali.
<i>PMAFE</i>	Prima formula associata ai rendimenti futuri	$PMAFE_{ijt} = \frac{AFE_{ij} - AAFE_j}{AAFE_j} * (-1)$
<i>FORAGE</i>	Misura l'ampiezza dell'arco temporale tra la data di emissione del report e la data di chiusura dell'esercizio	La variabile riporta il numero di giorni tra la data di emissione del report e la data di chiusura dell'esercizio.
<i>NAZ</i>	Coincidenza di nazionalità tra analista e azienda analizzata	E' una variabile <i>dummy</i> assume valore pari a 1 quando l'analista ha la stessa nazionalità dell'azienda che ha analizzato, 0 altrimenti. Al fine di individuare la nazionalità del singolo analista sono stati raccolti tutti i relativi numeri di telefono, successivamente si è risaliti al Paese di residenza attraverso il relativo prefisso telefonico.