



# **L'ESPERTO VALUTATORE E LE VALUTAZIONI PER AUMENTO DI CAPITALE E DI CONFERIMENTO**

PIV e Discussion Paper 01/2018 della Fondazione OIV



A cura di:

Daniele Fiocco, Luca Guazzo Crescini, Michele Zampieri,  
Martino Zamboni, Stefano Golin,

**Verona, 6 dicembre 2018**



# Agenda

1

**PIV e valutazioni legali: aspetti generali**

2

**Aumenti di capitale**

3

**Conferimenti**

4

**L'utilizzo dei multipli di mercato**

5

**L'applicazione dei metodi indiretti (finanziari, reddituali, patrimoniali, misti)**

## LE INFORMAZIONI DI NATURA VALUTATIVA NEI PROSPETTI RELATIVI ALLE OPERAZIONI DI IPO, DI OPV E DI AUMENTO DI CAPITALE DA PARTE DI SOCIETÀ CON TITOLI NON SCAMBIATI IN MERCATI REGOLAMENTATI (18 maggio 2018)

### Fonte

**Regolamento (UE) 2017/1129** pubblicato il 30.06.17 in G.U. Europea relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato e che abroga la direttiva 2003/71/CE.

Entrata in vigore: 21/07/19

**Esenzioni dalla redazione del prospetto:** art. 1 Reg (UE) 2017/1129 e art. 34-ter TUF.

### Finalità del Discussion Paper 01/2018 (OIV)

Identificare delle linee guida per **standardizzare l'informazione relativa ai prezzi di offerta dei titoli azionari** nell'ambito dei **prospetti** redatti o ai fini di **IPO** o di **OPV** e/o di aumento di capitale da parte di società con titoli non quotati in mercati regolamentati (**Aucap non quotate**).

Con delibera n. 20584 del 13.09.18 CONSOB ha sanzionato la società e gli amministratori per carenza di informazioni sulla determinazione del prezzo (Aucap 2014 e 2015), rendendo impossibile per gli investitori acquisire notizie utili ad un fondato giudizio sulle azioni offerte.

DP 01/2018 OIV	Prospetto BPB	Carenze
<p><b><u>Uso dei Multipli come criterio di valutazione</u></b></p> <p>1) Dichiarare quando i multipli sono stati utilizzati come criterio di valutazione o solo come misura indicativa</p> <p>2) Spiegare quali multipli sono stati utilizzati (prospettici, storici rettificati o storici)</p>	<p>Il prezzo di offerta (8,95 €/azione) è ottenuto dal prezzo di emissione stabilito dall'Assemblea dei Soci (9,53 €/azione) scontato del 6% per favorire il buon esito dell'operazione.</p> <p>Il prezzo di 9,53 €/azione è stato a sua volta determinato tenendo in considerazione il multiplo <b>"Price/Tangible book value"</b> (P/TBV)</p>	<p>1) Non è stato esposto il multiplo P/TBV dell'Emittente e delle società comparabili</p> <p>2) Non è stato spiegato se si tratta di multipli storici rettificati o storici</p> <p>3) La valutazione è stata fatta senza l'utilizzo di advisor, non potendo quindi evidenziare eventuali incoerenze o warning</p>

DP 01/2018 OIV	Prospetto BPB	Carenze
<p><b><u>Uso dei Multipli come misura indicativa</u></b></p> <p>1) Spiegare quali multipli sono stati utilizzati (prospettici, storici rettificati o storici)</p>	<p>Multipli: P/E e P/BV dell'Emittente degli anni:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2011/2013 per Aucap 2014</li> <li>- 2012/2014 per Aucap 2015</li> </ul>	<p>1) Non è stato spiegato se si tratta di multipli storici rettificati o storici (Dal ricalcolo effettuato si tratta di multipli storici)</p>
<p><b><u>Selezione dei Multipli</u></b></p> <p>1) Adeguata illustrazione dei criteri e dei parametri</p> <p>2) Nel caso di divergenze rispetto a quanto espresso dagli <i>equity analysts</i>, il prospetto riporta: (i) gli opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta operata; (ii) appositi warning per evidenziare la divergenza da dette indicazioni degli analisti</p>	<p><b>Multiplo come criterio di valutazione:</b> la scelta del P/TBV è che viene “ampiamente utilizzato sul mercato per rappresentare il valore di una banca”.</p> <p><b>Multiplo come misura indicativa:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- “Il P/E rappresenta il rapporto fra il Prezzo di Offerta e l'utile per azione, omissis...”</li> <li>- “Il P/BV rappresenta il rapporto fra il Prezzo di Offerta e il patrimonio netto consolidato per azione di pertinenza del Gruppo»</li> </ul>	<p>1) Criteri e parametri non sono adeguatamente illustrati</p> <p>2) Non viene fornita indicazione se ci sono altri business, che eventualmente andrebbero valutati diversamente</p>

DP 01/2018 OIV	Prospetto BPB	Carenze
<p><b><u>Costruzione dei Multipli</u></b></p> <p>Dovrebbero essere riportate le modalità con cui sono calcolati i multipli e le ragioni delle scelte compiute. Nel caso in cui nella loro costruzione sussistano divergenze rispetto a quanto uniformemente espresso dagli equity analysts, il prospetto riporta: (i) gli opportuni elementi di supporto e motivazione della scelta operata; (ii) appositi warning per evidenziare la divergenza da dette indicazioni degli analisti</p>	<p>Nell'Aucap del 2015 il prospetto evidenzia:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i. <b>P/E</b> dell'Emittente ha un range da 44,97 a 146,72 (comparabili da 17,7 a 48,91)</li> <li>ii. <b>P/BV</b> da 0,99 a 1,01 (comparabili da 0,07 a 1,43)</li> </ul>	<p>1) Il P/E dell'Emittente è sempre superiore a quelle delle comparabili, mentre il P/BV ricade nel range delle comparabili, anche se tale range è molto ampio.</p> <p>In entrambi i casi <b>non vengono date spiegazioni sulle divergenze e non vengono evidenziati warning.</b></p>