

I report degli analisti finanziari: metodi di valutazione e raccomandazioni d'investimento

Giorgio Bertinetti, Elisa Cavezzali, Ugo Rigoni

1. Premessa: gli analisti finanziari e la loro funzione nel sistema finanziario

L'elevato livello di sofisticazione raggiunto dai sistemi finanziari pone gli operatori finanziari di fronte a valutazioni sempre più complesse e a decisioni da effettuarsi in tempi ristretti. Gli investitori nel contempo richiedono informazioni trasparenti e al tempo stesso rigorose che il settore finanziario deve offrire in modo comprensibile e accessibile.

In questo contesto, la figura dell'analista finanziario e il report da lui redatto, sintesi di un complesso processo valutativo, sono un importante supporto alle decisioni di investimento. L'analista finanziario è infatti un professionista la cui formazione, attività ed esperienza professionali hanno ad oggetto lo studio, l'analisi e la valutazione di aziende e di investimenti in strumenti e prodotti finanziari, l'elaborazione di *rating* sul merito di credito (*credit rating*) di società emittenti di prestiti obbligazionari o di altri titoli di debito e l'elaborazione di previsioni economico-finanziarie sulle prospettive dell'andamento di un'azienda, quotata o meno.

L'attività degli analisti finanziari che si occupano di azioni consiste nell'elaborazione di un set di informazioni eterogeneo di varia natura relativo sia alle specifiche caratteristiche dell'impresa analizzata, sia al sistema economico nel suo complesso, per pervenire, attraverso l'impiego di uno o più modelli valutativi, alla stima del valore di un'impresa e alla formulazione di un consiglio d'investimento. Schematicamente, quindi, il processo di valutazione di un titolo azionario compiuto dall'analista finanziario assume la struttura sequenziale del tipo *input-modello di analisi-output*.

Nella fase di input, l'analista raccoglie varie informazioni, passate o presenti, sia fornite direttamente dalla società, sia reperite attraverso ricerche di settore o relative al contesto macro-economico di riferimento. Sebbene l'importanza di questa fase all'interno del processo valutativo sia avvalorata da alcune evidenze empiriche (Lang, Lundholm, 1996; Healy, Hutton, 1999 o Botosan, Harris, 2000), non è in genere agevole cogliere quali siano le informazioni effettivamente rilevanti ai fini della valutazione condotta.

Il bagaglio di informazioni raccolte viene poi rielaborato dall'analista, attraverso l'implementazione di uno o più metodi di valutazione.

Infine, nella fase di output, sulla base della valutazione ottenuta nello step

precedente, l'analista emette un target price e una raccomandazione d'investimento. Le valutazioni e i giudizi così ottenuti vengono successivamente diffusi dagli analisti finanziari attraverso la pubblicazione dei propri report.

Si è soliti distinguere tre principali categorie di analisti finanziari. I *sell-side analysts* lavorano tipicamente per *broker, investment bank* o intermediari polifunzionali che offrono ai propri clienti, dietro il pagamento di fees sostanziose, servizi diversificati quali *corporate finance, brokering, investment banking, security analysis*. I *buy-side analysts*, invece, operano per investitori istituzionali. In questo caso, gli analisti indicano ai soli gestori le operazioni da compiere. Infine, gli analisti cosiddetti indipendenti lavorano per conto proprio o di soggetti comunque non riconducibili a gruppi di cui facciano parte intermediari finanziari. Questo studio si focalizza sul lavoro dei *sell-side analysts*.

Data la potenziale presenza di informazioni *price-sensitive*, la distribuzione e la diffusione dei report sono assoggettate a scadenze e modalità ben precise. In Italia, la pubblicazione dei report relativi alle società quotate segue un regime particolare. Diversamente da altri paesi, infatti, la regolamentazione italiana, stilata dalla Consob, prescrive che vi sia non solo un accesso paritario alle ricerche redatte dagli analisti da parte di tutti i clienti della società di investimento, ma inoltre che vi sia un successivo¹ accesso pubblico agli stessi report, garantito dalla pubblicazione on line, nel sito della Borsa Italiana Spa, dei documenti.

La peculiarità del mercato dei report italiano ha così permesso di raccogliere dati diversamente non disponibili e di svolgere un'indagine sul campo, entrando nel merito di come sono costruiti i report, di quali informazioni e metodi di valutazione sono usati e di costruire un database unico, molto più ricco degli esistenti database commerciali, ottenuto dalla lettura e dall'esame approfondito di un numero molto elevato di report.

Il saggio si articola su due livelli. Da un lato infatti, l'obiettivo è quello di comprendere le principali caratteristiche del "prodotto report" gettando luce sul processo valutativo e sul metodo di lavoro degli analisti. Dall'altro, invece, lo studio riguarda la relazione tra le proprietà dei report e le previsioni emesse, sotto forma di *target price* o raccomandazioni d'investimento, nella fase finale della valutazione.

Il saggio è strutturato come segue: nel paragrafo 2 si ripercorrono alcuni tra i più rilevanti risultati ottenuti dalla letteratura; nel paragrafo 3 si specificano le ipotesi di ricerca e la metodologia d'indagine impiegata; nel paragrafo 4 si riportano i principali risultati ottenuti dall'analisi e infine si conclude il lavoro nel paragrafo 5.

¹ Per salvaguardare la posizione degli investitori-clienti delle società di analisi, nel corso degli anni il termine di differimento tra la data di diffusione del report tra i propri clienti e quella di diffusione alla generalità del mercato è variato sensibilmente. Nel 2002 è stato portato a 60 giorni.

2. Analisi della letteratura

Il saggio si innesta in modo del tutto originale su un filone di studio largamente sviluppato in letteratura, lo studio delle proprietà dei report degli analisti. A differenza di quanto accade nella maggior parte dei contributi noti in letteratura, infatti, questo lavoro sviluppa le proprie domande di ricerca partendo da un esame approfondito e articolato del contenuto dei report.

Finora lo studio delle proprietà dei report, che analizza quali informazioni sono rilevanti ai fini della valutazione e come tali informazioni vengano elaborate dagli analisti, è stato condotto ricorrendo a due metodologie alternative dominanti: la somministrazione di questionari o interviste e la *content analysis* effettuata ricorrendo a pacchetti software che permettono una rapida, ma allo stesso tempo rigida e semplicistica, codifica dei contenuti dei documenti. Queste ricerche hanno permesso di capire che gli analisti non limitano le loro analisi all'informazione contabile (i cosiddetti financial report), ma ricercano e usano attivamente anche molte altre informazioni di natura extracontabile. Ad esempio, secondo alcuni, l'accuratezza delle previsioni effettuate dagli analisti finanziari dipende dalle informazioni divulgate tramite le *conference call* (Bowen *et al.*, 2002) e dalla qualità della *disclosure* durante le MD&A (Barron *et al.*, 1999). Hill, Knowlton (1984) trovano che i *financial report* sono secondi in ordine di importanza dopo gli incontri diretti tra gli analisti ed il management. Altri studi, come ad esempio quello condotto dal FERF (*Financial Executives Research Foundation*) (SRI, 1987), evidenziano che, sebbene vi siano alcune fonti informative impiegate dagli analisti finanziari con più frequenza (ad esempio, le relazioni societarie annuali o trimestrali, le relazioni di altri analisti o professionisti oppure del management della società), le fonti informative preferite sono altre (ad esempio, gli annunci sugli utili annuali conseguiti, l'outlook del settore per cui la società opera, il posizionamento dell'impresa nel mercato, i rischi a cui la società è esposta e, in generale, le vicissitudini più recenti che hanno interessato l'azienda). Secondo Previts *et al.* (1994) emerge una certa attenzione prestata dagli analisti nella determinazione dei *core earnings*, per la variabilità dei risultati, assunta come "base" per distinguere gli utili di "qualità", per l'*earnings momentum*, per la stima dei *cash flow* della società, per l'individuazione dei rischi e degli affari che coinvolgono la società, ma anche per informazioni non finanziarie, quali, ad esempio, la quota di mercato, le condizioni economiche e di settore, l'analisi dei *competitor* o la qualità del management. Rogers *et al.* (1997) notano che solo la metà delle informazioni contenute nei report provengono dalle relazioni societarie annuali. Secondo Breton, Taffler (2001), le informazioni non finanziarie sembrano essere importanti almeno tanto quanto quelle finanziarie.

Per quanto riguarda invece il modo in cui la varietà delle informazioni viene elaborata per giungere alla raccomandazione, lo studio si focalizza soprattutto sui metodi di valutazione usati per esprimere il *fair value* di una società. Nonostante vi sia una ricca letteratura sul tema dell'analisi del valore economico di un'azienda, sono molto pochi gli studi che cercano di capire quali siano i metodi di valutazione più usati dagli analisti. Lo studio di Ambrosetti Stern Stewart Italia,

AIAF (2002) ricorrendo alla somministrazione di questionari ha mostrato che tra gli analisti italiani i metodi di valutazione "preferiti" sono il DCF (*Discounted Cash Flow*), il metodo dei multipli di mercato e l'EVA (*Economic Value Added*). La considerevole presenza di metodi di valutazione euristici come i multipli di mercato è confermata anche da ricerche che analizzano direttamente il contenuto dei report e non limitano la loro attenzione agli analisti italiani (Bradshaw, 2002, Demirakos *et al.*, 2004, Asquith *et al.*, 2005, Bertinetti *et al.*, 2006 e Cavezzali, 2007).

Nella maggior parte dei casi, la letteratura citata fornisce importanti basi metodologiche per lo sviluppo di questo studio, ma conduce a risultati non direttamente comparabili con quelli attesi perché prescinde dall'esame approfondito del contenuto e delle proprietà dei report. Allo stato attuale vi sono infatti solo due ricerche che prendono direttamente in considerazione il contenuto dei report (Asquith *et al.*, 2005 e Demirakos *et al.*, 2004).

Lo studio di Demirakos *et al.* (2004) è sostanzialmente un'analisi descrittiva degli elementi rilevanti per il valore delle imprese che gli analisti cercano di prevedere e la metodologia che tali soggetti impiegano per convertire le previsioni in stime del valore dell'impresa. I risultati mostrano una tendenza diffusa tra gli analisti e differente tra settori, a utilizzare modelli valutativi basati sui multipli di tipo *price/earnings* e un uso considerevole dei modelli finanziari, spesso come metodi secondari.

Lo studio di Asquith *et al.* (2005) è più complesso. Esso infatti fornisce un primo catalogo dei vari elementi che compongono un report finanziario. Con riguardo ai metodi di valutazione, l'evidenza empirica ottenuta dagli autori mostra che la maggior parte delle metodologie valutative ricadono in tre tipologie, ovvero: i multipli, di utili o *cash flows*², modelli di tipo DCF³ e multipli degli *assets*⁴. Una categoria residuale, definita come "altri metodi", include invece tutte quelle tecniche valutative che, secondo gli autori, sono riconoscibili unicamente dall'analista che l'ha utilizzata⁵. Da una semplice analisi descrittiva, la specifica metodologia impiegata non sembra incidere sull'accuratezza delle previsioni.

In ogni caso, anche rispetto a questi studi, il presente lavoro adotta una prospettiva decisamente più ampia sia nel senso sia dell'approfondimento orizzontale che di quello verticale. Con riferimento al primo aspetto, ad esempio, il nostro progetto analizzerà un dataset con molti più report di quelli (poco più di 1000) analizzati da Asquith *et al.* (2005). Per quanto riguarda il secondo, invece, verrà fornita un'immagine decisamente più ricca e articolata delle proprietà dei report non limitandosi alla individuazione della tecnica di valutazione adottata,

² Vengono inclusi in questa categoria *Price-Earnings*, *Price-Earnings* relativi, multipli dell'*EBITDA* (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*) e multipli dei ricavi.

³ Rientrano in questa tipologia sia quei modelli che impiegano i *free cash flow to equity*, sia quelli che impiegano i *free cash flow to the firm*, oltre ai modelli EVA.

⁴ Gli analisti usano il *market-to-book value* per stimare le attività.

⁵ Gli autori adottano un criterio di classificazione troppo diverso da quello qui impiegato e questo rende i risultati non direttamente confrontabili.

ma raccogliendo e classificando molte altre importanti informazioni, come: la natura delle informazioni raccolte, il grado di approfondimento dell'analisi, la gerarchia dei metodi di valutazione (qualora l'analista ne impieghi più di uno), i parametri di stima.

3. Ipotesi di ricerca e metodologia d'indagine

3.1 Le ipotesi di ricerca

I report sono documenti eterogenei sia per contenuto sia per struttura, non solo per previsioni o raccomandazioni emesse. Essi possono essere distinti anche per diversi livelli di elaborazione. Sebbene in tutti i report sia riconoscibile un contenuto minimo, rappresentato dalla raccomandazione d'investimento, dal *target price* e da una tabella in cui si riportano gli *earnings forecast*, in alcuni casi questa struttura base è poi arricchita con altre informazioni, spesso riconducibili a fatti ed eventi che caratterizzano l'impresa analizzata o lo scenario economico di riferimento.

Non sempre si può comprendere in modo preciso come si è arrivati al giudizio di valutazione. In alcuni *report* caratterizzati da massimi livelli di ermeticità non è possibile risalire né al procedimento valutativo impiegato né alle informazioni effettivamente rilevanti ai fini del giudizio sul valore.

Il dataset su cui si basa questa analisi ha permesso di approfondire la conoscenza del processo seguito dagli analisti nella produzione dei loro output, analizzando le diverse proprietà dei report e di capire se gli specifici metodi di valutazione impiegati nell'analisi rilevano o meno nella determinazione delle raccomandazioni di investimento.

In linea di principio, infatti, tutte le proprietà dei report dovrebbero essere rilevanti nella produzione dell'output che dovrebbe derivare dalla combinazione di diversi elementi: le previsioni relative all'economia, le variabili caratteristiche di una specifica impresa e i metodi di valutazione impiegati (Asquith *et al.*, 2005). Il giudizio di valutazione stimato dall'analista finanziario pertanto dipende per definizione da una serie di considerazioni "specifiche" relative alla società valutata, ma potrebbe essere influenzato anche da altri elementi "strutturali" alla valutazione, come ad esempio, i metodi di valutazione o i parametri ad essi sottesi.

Per quanto riguarda specificatamente i metodi di valutazione, se fossero tra loro completamente equivalenti, non si spiegherebbe la grande varietà riscontrata nell'utilizzo pratico. Il ricorso a una molteplicità di metodi suggerisce che, anche quando teoricamente equivalenti, probabilmente non lo sono nella fase applicativa, ad esempio perché richiedono diversi dati di input o parametri da stimare. Ci si può chiedere se vi siano altri criteri, oltre a quello della coerenza teorica e della applicabilità empirica, che guidano gli analisti nella scelta dei metodi. Bradshaw (2002), ad esempio, sostiene che i metodi di valutazione basati su multipli, quali il price/earnings o il PEG, sono usati con maggior frequenza per

giustificare e supportare raccomandazioni favorevoli, mentre alle raccomandazioni meno favorevoli gli analisti sono soliti associare una semplice analisi qualitativa. Secondo questa prospettiva, il metodo verrebbe utilizzato come una sorta di "strumento" attraverso cui argomentare dei risultati determinati a priori. In tal caso, quindi, l'analista invertirebbe le fasi del processo valutativo e sceglierebbe il metodo che, ex post, si "accorda" maggiormente alla raccomandazione o al target decisi in precedenza. Questo tipo di interpretazione si potrebbe ricollegare tanto all'ipotesi dell'esistenza di incentivi personali degli analisti e conflitti di interesse quanto alle ipotesi legate all'irrazionalità dei soggetti.

Per affrontare questa tematica, dopo un'indagine esplorativa che permetterà di individuare quali sono i metodi di valutazione impiegati dagli analisti finanziari, sono stati applicati metodi di statistica inferenziale per capire se le proprietà che sopra si sono definite strutturali, in particolare i parametri ed i metodi impiegati per la valutazione, sono fattori che rilevano nell'emissione della raccomandazione d'investimento.

Vista l'elevata varietà dei metodi riscontrata nella prassi, la molteplicità dei report è stata in un secondo momento ricondotta a due macrocategorie, basate sulla tradizionale distinzione proposta dalla letteratura tra:

- a. metodi basati sull'analisi fondamentale, come ad esempio, metodi patrimoniali, metodi finanziari, metodi reddituali e metodi misti;
- b. metodi basati sui multipli di mercato come, ad esempio, price/earnings, price to book value e loro estensioni.

L'analisi basata su questo raggruppamento si è tuttavia rivelata meno efficace. Ulteriori dettagli su tali metodologie si trovano nella tabella 1.

Come si discuterà specificatamente nel paragrafo 4, tanto l'analisi descrittiva, quanto la parte inferenziale hanno permesso di raggiungere risultati interessanti e innovativi rispetto a quanto ottenuto dagli studi precedenti (si veda anche *supra* paragrafo 2).

3.2 Selezione e descrizione del dataset

I dati utilizzati in questo lavoro sono ottenuti dalla lettura approfondita di ciascun report. Anche i più sofisticati database commerciali dei report degli analisti finanziari ad oggi esistenti non forniscono infatti tutte le informazioni che possono essere contenute in un report. Solitamente questi (si pensi ad esempio a *I/B/E/S* o *Zacks Investment Research*) si limitano a catalogare raccomandazioni e previsioni sugli utili. Il solo modo per poter reperire altre informazioni è leggere il testo del report nella sua interezza e codificarne il contenuto a mano.

Il *dataset* contiene un ricco insieme di elementi informativi diversi, sia quantitativi che qualitativi, estrapolati e catalogati in un *database* costituito ad hoc. Queste informazioni sono: il tipo di report considerato (*update* oppure nuovo studio) e la sua estensione, la data di emissione del documento, il nome della società emittente e dell'analista specifico (o il gruppo di analisti) che ha redatto lo studio, il *risk premium*, i tassi di attualizzazione, l'orizzonte temporale delle previsioni e i metodi di valutazione impiegati nell'analisi, laddove reperibili, la rac-

comandazione d'investimento, il target price. Tutte le variabili sono classificate e schematizzate nella tabella 1.

L'obbligo imposto ai broker di depositare presso Borsa Italiana i report emessi su società quotate in Italia, ha reso direttamente disponibile sul sito della Borsa Italiana Spa (www.borsaitaliana.it) un gran numero di report. Nello specifico, il dataset si compone di tutti i report redatti in riferimento a società quotate facenti parte dell'indice azionario MIB30⁶, durante un orizzonte temporale che spazia tra il 2000 ed il 2003. Ad oggi sono stati raccolti e classificati complessivamente 4603 report, redatti da 50 investment bank o società di brokeraggio, sia nazionali, sia internazionali in riferimento a 4 settori (bancario, assicurativo, industriale, utilities).

Tabella 1 - La classificazione delle informazioni raccolte

Caratteristiche generali report	<ul style="list-style-type: none"> - Tipo di report: <i>update</i>, nuovo studio - Data di emissione del report - Estensione del report - Nome dell'analista e della società emittente
Metodi di valutazione	<ol style="list-style-type: none"> 1. Metodo patrimoniale 2. Metodo basato su flussi: <ol style="list-style-type: none"> a. metodo finanziario: <i>discounted cash flow, dividend discounted model</i> b. metodo reddituale: <i>discounted shareholder profit, warranty equity valuation, discounted earnings, ROE required</i> 3. Metodo misto: <i>Eva</i>, metodo patrimoniale-reddituale 4. Multipli di mercato: tradizionali (<i>P/E, P/Bv...</i>), <i>PEG, PBVG, Ev, Av</i>
Parametri	<ul style="list-style-type: none"> - Premi per il rischio di mercato - Tassi di attualizzazione - Orizzonte temporale delle previsioni
Output finali di sintesi	<ul style="list-style-type: none"> - Raccomandazioni d'investimento - <i>Target prices</i>

3.3 I criteri di classificazione dei metodi

Alcune delle informazioni raccolte per l'analisi sono state più facili da reperire⁷, mentre l'identificazione e la classificazione di altre, come ad esempio i metodi di valutazione, sono state maggiormente difficoltose. Gli analisti, infatti, raramente danno un nome preciso al criterio impiegato o dicono esplicitamente a

⁶ Il MIB30 era il paniere che raccoglieva i primi 30 titoli per capitalizzazione di borsa.

⁷ Si pensi alla semplicità di raccolta di dati oggettivi quali ad esempio: i *target price*, le raccomandazioni d'investimento o il nome dell'emittente.

quale metodo essi attribuiscono l'importanza e l'affidabilità maggiore. La classificazione dei metodi adottati dagli analisti ha richiesto quindi uno sforzo maggiore ed una logica precisa, costruita *ad hoc* con l'obiettivo di non perdere informazioni utili evitando, allo stesso tempo, un'eccessiva frammentazione del quadro d'analisi.

A partire dalla tradizionale "macro-distinzione tra metodi" proposta ed accettata dalla dottrina più accreditata, che li distingue in: metodi patrimoniali, finanziari, reddituali, misti, basati sui multipli di mercato⁸, si sono fornite, per ciascun metodo, specificazioni aggiuntive. Questo ha permesso di ricondurre l'ampia e colorita varietà di metodi usati molteplici volte denominati dagli analisti (pur essendo talvolta la stessa cosa) e di non sovrapporre informazioni apparentemente simili, ma che, dal punto di vista dei metodi applicati, sono invece sostanzialmente diverse.

Nei metodi patrimoniali, è stato specificato quando l'analista aggiunge al valore del patrimonio della società anche l'*Embedded* e/o l'*Appraisal Value* (nel seguito *Ev* e *Av*).

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

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

dove: *E* esprime il valore del capitale, *ROE* è il *Return on Equity*, *COE* è il *Cost of Equity*, *g* è il tasso di crescita di lungo periodo e *P/BV* esprime il tradizionale rapporto *Price/Book Value*.

Il *RR* è un metodo del tutto simile al precedente, l'unica differenza risiede nel fatto che *g* è assunto pari a zero. Sono stati invece classificati come metodi finanziari i modelli che s'ispirano alla logica dell'attualizzazione finanziaria dei dividendi futuri (*Dividend Discounted Model*) o dei flussi di cassa futuri (il noto modello dei *Discounted Cash Flows*).

Due casi costituiscono invece la specificazione del metodo misto: uno relativo all'utilizzo di metodi misti patrimoniali-reddituali, un altro relativo invece all'*EVA* (*Economic Value Added*) in quanto inteso come un metodo misto patrimoniale-finanziario.

Relativamente all'utilizzo dei multipli di mercato, si è distinto un utilizzo per così dire più "ingenuo" di detti moltiplicatori, ossia i casi in cui viene effettuato un semplice confronto tra i multipli medi delle società paragonate e un utilizzo dei multipli maggiormente "evoluto" rispetto al precedente che prevede il confronto tra società sulla base di due multipli considerati simultaneamente

⁸ A tal proposito si rinvia a Damodaran (2002); Guatri, Bini (2005); Copeland *et al.* (1996).

(attraverso una sorta di semplice regressione). All'interno poi della prima categoria, si è anche specificato quali multipli l'analista ha utilizzato (*Price/Earnings*, *Price/Book Value* e via dicendo). All'interno invece della seconda categoria si è indicato quale "coppia" di multipli è stata confrontata (ad esempio, la coppia *Price/Book Value* e ROE ricorre spesso).

Per ciascun *report*, dove possibile, è stato determinato anche il numero complessivo di metodi impiegati e si è tentato di identificare quale fosse il metodo di valutazione "prevalente" e quali invece fossero solo collaterali/secondari.

3.4 Metodologia d'indagine

La disponibilità di un dataset così ricco ha permesso di condurre un'analisi sia a livello descrittivo che inferenziale.

L'analisi descrittiva ha consentito di approfondire la conoscenza dei metodi di valutazione adottati dagli analisti per la stima dei loro output. Allo stato attuale, infatti, sono disponibili ricerche basate o sulla somministrazione di questionari o sull'esame di campioni molto più ristretti di report (si veda Ambrosetti Stern Stewart Italia, AIAF, 2002, per il metodo basato sui questionari, e Asquith *et al.*, 2005, Demirakos *et al.*, 2004, Bradshaw, 2002, per il metodo basato sull'analisi diretta dei report).

L'analisi inferenziale invece ha permesso di analizzare se alcuni fattori strutturali del processo valutativo rilevano nella stima dell'apprezzamento/deprezzamento del titolo.

In tale analisi si è impiegata come variabile dipendente una misura dell'apprezzamento/deprezzamento stimato dall'analista, definito delta (δ) e dato dal rapporto:

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

Le variabili indipendenti appartengono invece al seguente set di variabili:

1. metodi di valutazione impiegati (METVALUT);
2. alcuni input dei modelli (INPUT): matrice di 3 variabili qualitative, quali: i premi medi per il rischio (PREMI), i tassi medi di attualizzazione (TASSI) e la lunghezza dell'orizzonte temporale delle stime analitiche (STIME);
3. il *timing* dell'emissione del report (TIMING);
4. il settore di appartenenza del titolo (SETTORE).

Formalmente, il modello testato è il seguente:

$$\delta_{it} = \alpha + \beta_1 \text{METVALUT}_{it} + \beta_2 \text{INPUT}_{it} + \beta_3 \text{TIMING}_{it} + \beta_4 \text{SETTORE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

dove: i indica l'impresa valutata e t la data di emissione del report.

I metodi di valutazione ("come" l'impresa è stata valutata) sono stati inizialmente suddivisi in quattro classi⁹, così come il momento temporale di emissione

⁹ METVALUT e quindi una matrice di 4 variabili qualitative: metodi patrimoniali (MPAT), metodi basati sui flussi (MFLUSSI), metodi misti (MMISTO), metodi basati su multipli di mercato (MMULTIPLI). Si veda anche la tabella 1.

del report ("quando" il report è stato emesso) ed i settori ("cosa" è stato valutato); classi che corrispondono, rispettivamente, all'anno di emissione dei report e al settore di appartenenza del titolo. Successivamente, le quattro classi relative ai metodi di valutazione sono state ridotte a due sulla base della logica descritta nel paragrafo 3.1: analisi fondamentale e metodi basati sui multipli di mercato (AF e MM).

Le variabili qualitative sono state inserite nel modello come variabili *dummy*.

4. Risultati

4.1 I metodi di valutazione utilizzati dagli analisti

La tabella 2 riporta alcune statistiche descrittive in riferimento ai metodi di valutazione impiegati dalle banche d'investimento o società di brokeraggio del dataset mentre la figura 1 effettua un'analisi dei metodi di valutazione impiegati per settore di appartenenza del titolo.

In accordo con i risultati di Ambrosetti Stern Stewart Italia, AIAF (2002) e Demirakos *et al.* (2004), nel settore industriale, il modello di riferimento è il metodo finanziario, nella forma del DCF per più del 90% dei casi. Permane comunque un utilizzo diffuso dei multipli di mercato, spesso combinati ad altri metodi. Nel settore delle *utilities*, la preferenza accordata ai metodi finanziari, ancora prevalentemente nella forma del DCF, è elevata, nonostante un impiego massiccio anche dei multipli di mercato. Il settore assicurativo vede invece un abbondante impiego dei metodi patrimoniali. La motivazione è da ricercarsi nelle caratteristiche specifiche delle imprese assicurative nelle quali è critica l'identificazione del portafoglio polizze già acquisite e di quelle nuove che assicurano all'impresa ricavi pluriennali crescenti per gli esercizi futuri. Anche in questo caso rimane comunque evidente l'utilizzo massiccio di tecniche che impiegano i multipli di mercato. Infine, nel settore bancario, fatta eccezione per i multipli di mercato, i dati non evidenziano un metodo prevalente, ma piuttosto l'utilizzo di una molteplicità di approcci¹⁰. Il risultato è coerente con la struttura dei moderni istituti bancari, caratterizzati da business di diversa natura¹¹, ai quali in questo modo verrebbe attribuito un valore ottenuto come somma dei singoli valori assegnati a ciascuna *business unit*¹².

Un altro risultato interessante è che troppo spesso gli analisti non lasciano trasparire dai loro report il tipo di modello valutativo impiegato. Dei 4603 report raccolti, in ben 1573 (34% circa) il metodo o i metodi impiegati non so-

¹⁰ Il risultato conferma quanto trovato da AIAF. Tuttavia, la ricerca individua un diverso ordine di preferenza: metodi patrimoniali-reddituali, reddituali, multipli di mercato, DCF, EVA, *Embedded Value*, patrimoniale.

¹¹ Si pensi alla molteplicità delle aree di attività di una banca ad esempio: *retail*, risparmio gestito, *investment banking*, e via dicendo.

¹² Quest'ipotesi non viene tuttavia avvalorata da un'ulteriore analisi del rapporto tra le frequenze d'impiego di ciascun metodo all'impresa nel suo complesso e quelle in cui il metodo è applicato tramite l'approccio *SOP*.

Tabella 2 - Frequenze assolute e relative dei report rispetto alla società d'analisi-metodi complessivamente impiegati¹

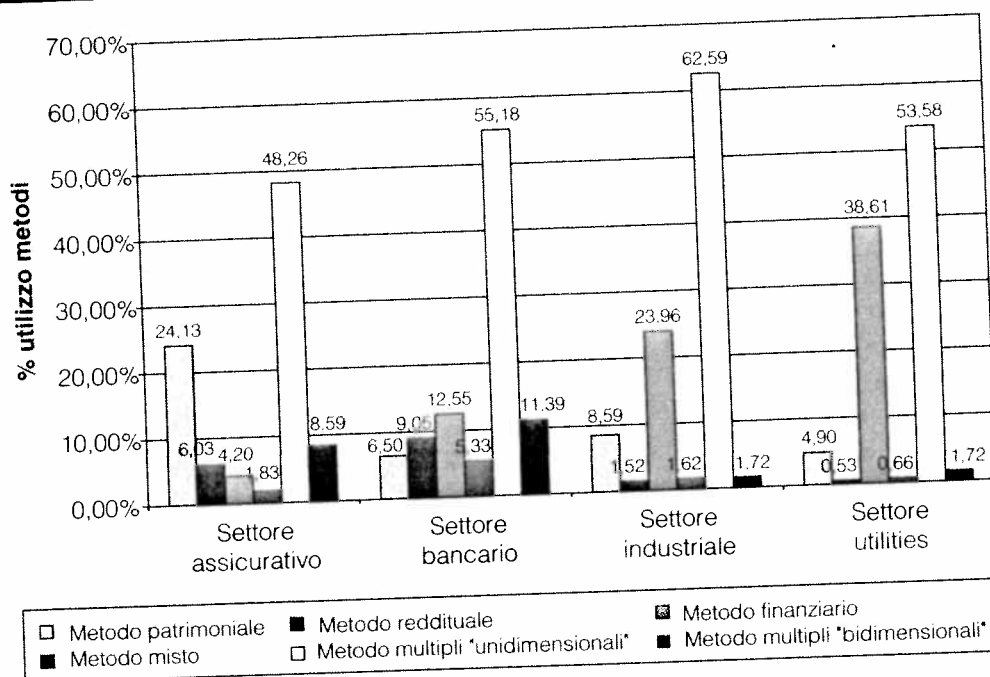
PANEL A		PANEL B												
N	Broker	N report	Patrimo- niale	% su tot report	Reddituale	% su tot report	Finanziario	% su tot report	Misto	% su tot report	Multipli "unidimen- sionale"	% su tot report	Multipli "bidimen- sionale"	% su tot report
1	ABN Amro	81	4	0,09	9	0,20	27	0,59	36	0,78	54	1,17	5	0,11
2	Actinvest Group	112	3	0,07	0	0,00	42	0,91	42	0,91	42	0,91	50	1,09
3	Albertini & C.	50	0	0,00	0	0,00	8	0,17	8	0,17	22	0,48	2	0,04
4	BNP Paribas	32	0	0,00	1	0,02	10	0,22	11	0,24	18	0,39	0	0,00
5	Banca Akros	117	10	0,22	9	0,20	26	0,56	35	0,76	56	1,22	0	0,00
6	Banca Aletri & C.	1	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
7	Banca Commerciale Italiana	12	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
8	Banca Finnat Euramerica	5	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
9	Banca Leonardo	54	5	0,11	7	0,15	10	0,22	17	0,37	23	0,50	0	0,00
10	Banca Popolare di Bari	7	0	0,00	0	0,00	7	0,15	7	0,15	0	0,00	0	0,00
11	Banca Sella	6	2	0,04	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
12	Banca d'Intermediazione	207	21	0,46	7	0,15	32	0,70	39	0,85	105	2,28	14	0,30
13	Mobiliare - Imi	3	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
14	Bipielle Sim	1	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
15	Borsaconsult Sim	210	28	0,61	7	0,15	70	1,52	77	1,67	92	2,00	6	0,13
16	Caboto Sim	10	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	7	0,15	0	0,00
17	Cazenove	141	1	0,02	2	0,04	14	0,30	16	0,35	28	0,61	1	0,02
18	Centrosim	125	31	0,67	7	0,15	42	0,91	49	1,06	113	2,45	25	0,54
19	Cheuvreux	24	0	0,00	0	0,00	9	0,20	9	0,20	22	0,48	1	0,02
20	Citigroup	17	0	0,00	3	0,07	1	0,02	4	0,09	1	0,02	1	0,02
21	Cofiri Sim	29	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
22	Consors	32	4	0,09	1	0,02	10	0,22	11	0,24	28	0,61	1	0,02
23	Credit Lyonnais	76	15	0,33	2	0,04	37	0,80	39	0,85	52	1,13	0	0,00
24	Credit Suisse	471	32	0,70	1	0,02	51	1,11	52	1,13	134	2,91	1	0,02
25	Deutsche Bank	120	6	0,13	9	0,20	48	1,04	57	1,24	76	1,65	1	0,02
26	Dresdner Kleinwort Benson	76	10	0,22	1	0,02	35	0,76	36	0,78	36	0,78	4	0,09
	Eptasim													

(segue)

PANEL A		PANEL B												
N	Broker	N report	Patrimoniale	% su tot report	Reddituale	% su tot report	Finanziario	% su tot report	Misto	% su tot report	Multipli "unidimensionale"	% su tot report	Multipli "bidimensionale"	% su tot report
27	Euromobiliare	412	43	0,93	14	0,30	76	1,65	90	1,96	263	5,71	31	0,67
28	Fortis Bank	30	1	0,02	2	0,04	4	0,09	6	0,13	13	0,28	1	0,02
29	Gestnord	3	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
30	Goldman Sachs	87	0	0,00	2	0,04	9	0,20	11	0,24	40	0,87	16	0,35
31	Idea Global	10	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
32	Ing Barings	31	0	0,00	0	0,00	4	0,09	4	0,09	11	0,24	1	0,02
33	Intermonte Securities Sim	372	43	0,93	35	0,76	74	1,61	109	2,37	252	5,47	12	0,26
34	IntesaBci	11	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	3	0,07	0	0,00
35	Jp Morgan	8	0	0,00	1	0,02	0	0,00	1	0,02	0	0,00	0	0,00
36	Julius Baer	102	14	0,30	18	0,39	31	0,67	49	1,06	85	1,85	5	0,11
37	Lehman Brothers	97	7	0,15	6	0,13	61	1,33	67	1,46	73	1,59	7	0,15
38	Massimo Mortari	5	0	0,00	0	0,00	4	0,09	4	0,09	0	0,00	0	0,00
39	Mediobanca	173	30	0,65	4	0,09	37	0,80	41	0,89	70	1,52	8	0,17
40	Merrill Lynch	352	11	0,24	12	0,26	50	1,09	62	1,35	224	4,87	16	0,35
41	Metzler Italia	10	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
42	Rasbank	9	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	4	0,09	0	0,00
43	Rasfin	80	6	0,13	3	0,07	22	0,48	25	0,54	31	0,67	2	0,04
44	Sg Securities Milano	24	2	0,04	3	0,07	1	0,02	4	0,09	10	0,22	0	0,00
45	Santander Central Hispano	68	3	0,07	2	0,04	14	0,30	16	0,35	42	0,91	0	0,00
46	Societé Generale	86	8	0,17	6	0,13	7	0,15	13	0,28	31	0,67	3	0,07
47	Ubs Warburg	229	17	0,37	0	0,00	81	1,76	81	1,76	207	4,50	4	0,09
48	Unicredit Banca Mobiliare	363	13	0,28	5	0,11	39	0,85	44	0,96	114	2,48	22	0,48
49	Uniprof Sim	11	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	6	0,13	0	0,00
50	Websim	11	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	7	0,15	0	0,00
	TOTALE	4.603	380	8,26	180	3,91	1.015	22,05	1.195	25,96	2.448	53,18	240	5,21

Il panel A riporta le frequenze assolute dei report redatti dalle 50 banche d'investimento e società di brokeraggio del dataset. Il panel B riporta le frequenze assolute e relative della varietà di metodi valutativi complessivamente impiegati dagli analisti finanziari nell'ambito di uno stesso report.

Figura 1 - Percentuale di utilizzo dei metodi complessivamente impiegati tra i settori



no chiari e in ulteriori 1679 report (36% circa) non è individuabile con sufficiente certezza il metodo principale su cui si basa la valutazione (tabella 2).

Questo risultato è coerente con un forte "effetto *reputation*", per cui si tende a dare maggiore importanza a "chi" dice una cosa piuttosto che al "come" viene detta. A sostegno dell'ipotesi "reputation", c'è il fatto che molte delle società d'analisi che omettono tali informazioni sono tra i più famosi e attivi broker a livello internazionale, come ad esempio Merrill Lynch o Deutsche Bank.

Come è messo in evidenza nella tabella 3, la prassi di non diffondere spesso esaurienti informazioni sui metodi riguarda in misura abbastanza omogenea la gran parte degli analisti¹³.

Con riguardo ai report che riportano i metodi di valutazione principali impiegati, a livello settoriale, emerge che, fatta eccezione per il settore industriale e in minima parte per quello bancario, è l'analisi fondamentale a guidare il giudizio di valutazione espresso dall'analista¹⁴. La tecnica dei multipli rimane tuttavia un metodo valutativo molto apprezzato da questi professionisti che, di fronte a settori altamente dinamici e competitivi come quello bancario ed industriale, probabilmente preferiscono dedurre le proprie valutazioni dal mercato piuttosto che effettuare delle stime originali (figura 2).

¹³ L'indice di incomprensibilità dei report ha infatti media 0,67 e deviazione standard pari a 0,24 (tabella 3).

¹⁴ Come emergerà nell'analisi inferenziale riportata nel paragrafo, questo risultato non è evidente.

Evoluzione del mercato

Tabella 3 - Frequenze assolute, relative e pesate dei report senza metodo/incomprensibili¹

Broker	Totale report redatti (A)	Tot report con metodi non disponibili (B)	Indice di incomprendibilità $i=(B/A)$	Peso broker $w=(A/tot A)$	Indice di incomprendibilità pesato= $w*i$
ABN Amro	81	60	0,74	1,76%	0,01
Actinvest Group	112	42	0,38	2,43%	0,01
Albertini & C.	50	40	0,80	1,09%	0,01
Banca Akros	117	78	0,67	2,54%	0,02
Banca Aletti & C.	1	0	0,00	0,02%	0,00
Banca Commerciale Italiana	12	7	0,58	0,26%	0,00
Banca d'Intermediazione Mobiliare - IMI	207	154	0,74	4,50%	0,03
Banca Finnat					
Euramerica	5	1	0,20	0,11%	0,00
Banca Leonardo	54	44	0,81	1,17%	0,01
Banca Popolare di Bari	7	0	0,00	0,15%	0,00
Banca Sella	6	3	0,50	0,13%	0,00
Bipielle Sim	3	3	1,00	0,07%	0,00
BNP Paribas	32	27	0,84	0,70%	0,01
Borsaconsult Sim	1	1	1,00	0,02%	0,00
Caboto Sim	210	133	0,63	4,56%	0,03
Cazenove	10	9	0,90	0,22%	0,00
Centrosim	141	131	0,93	3,06%	0,03
Cheuvreux	125	87	0,70	2,72%	0,02
Citigroup	24	18	0,75	0,52%	0,00
Cofiri Sim	17	12	0,71	0,37%	0,00
Consors	29	29	1,00	0,63%	0,01
Credit Lyonnais	32	25	0,78	0,70%	0,01
Credit Suisse	76	51	0,67	1,65%	0,01
Deutsche Bank	471	366	0,78	10,23%	0,08
Dresdner Kleinwort Benson	120	82	0,68	2,61%	0,02
Eptasim	76	38	0,50	1,65%	0,01
Euromobiliare	412	283	0,69	8,95%	0,06
Fortis Bank	30	29	0,97	0,65%	0,01
Gestnord	3	1	0,33	0,07%	0,00
Goldman Sachs	87	73	0,84	1,89%	0,02
Idea Global	10	10	1,00	0,22%	0,00
Ing Barings	31	27	0,87	0,67%	0,01
Intermonte Securities Sim	372	252	0,68	8,08%	0,05

(segue)

I report degli analisti finanziari: metodi di valutazione e raccomandazioni d'investimento

Broker	Totale report redatti (A)	Tot report con metodi non disponibili (B)	Indice di incomprendibilità $i=(B/A)$	Peso broker $w=(A/tot A)$	Indice di incomprendibilità pesato= $w*i$
IntesaBci	11	6	0,55	0,24%	0,00
Jp Morgan	8	4	0,50	0,17%	0,00
Julius Baer	102	65	0,64	2,22%	0,01
Lehman Brothers	97	46	0,47	2,11%	0,01
Massimo Mortari	5	1	0,20	0,11%	0,00
Mediobanca	173	128	0,74	3,76%	0,03
Merrill Lynch	352	242	0,69	7,65%	0,05
Metzler Italia	10	3	0,30	0,22%	0,00
Rasbank	9	8	0,89	0,20%	0,00
Rasfin	80	54	0,68	1,74%	0,01
Santander Central					
Hispano	68	56	0,82	1,48%	0,01
Sg Securities Milano	24	22	0,92	0,52%	0,00
Société Generale	86	73	0,85	1,87%	0,02
Ubs Warburg	229	111	0,48	4,98%	0,02
Unicredit Banca					
Mobiliare	363	302	0,83	7,89%	0,07
Uniprof Sim	11	9	0,82	0,24%	0,00
Websim	11	6	0,55	0,24%	0,00
Totale	4.603	3.252	0,71	100,00%	0,71
Media			0,67		
Dev. Std.			0,24		

L'indice di incomprendibilità è calcolato come rapporto tra il numero di report incomprendibili a livello di metodo/i di valutazione impiegato/i e il numero complessivo di report redatti dalla banca d'investimento/società di brokeraggio. I valori dell'indice sono compresi tra 0 e 1: valori prossimi ad 1 indicano una forte incomprendibilità dell'analista con riguardo ai metodi di valutazione adottati. L'indice pesato tiene conto dell'incidenza dello specifico broker nel dataset.

Come è ragionevole aspettarsi però, non tutti gli analisti preferiscono gli stessi metodi. Competenze specifiche, capacità maturate o semplicemente le diverse politiche adottate dalla società d'analisi, li portano ad avere abitudini differenti e a privilegiare un metodo piuttosto che un altro ("effetto broker"). Mentre quindi gli analisti della tedesca Deutsche Bank sono soliti impiegare metodi di analisi fondamentale, quelli dell'americana Merrill Lynch o dell'italiana Banca d'Intermediazione Mobiliare IMI preferiscono approcci basati su multipli di mercato (tabella 4).

Queste tendenze hanno inoltre subito dei cambiamenti evidenti nel corso degli anni; infatti, il ricorso all'analisi fondamentale è aumentato del 25%, mentre l'impiego dei multipli di mercato come metodi "principali" è progressivamente diminuito, quasi dimezzandosi (figura 3). Questo trend, definibile come

Evoluzione del mercato

Figura 2 - Percentuali di impiego dell'analisi fondamentale versus multipli di mercato tra i diversi settori

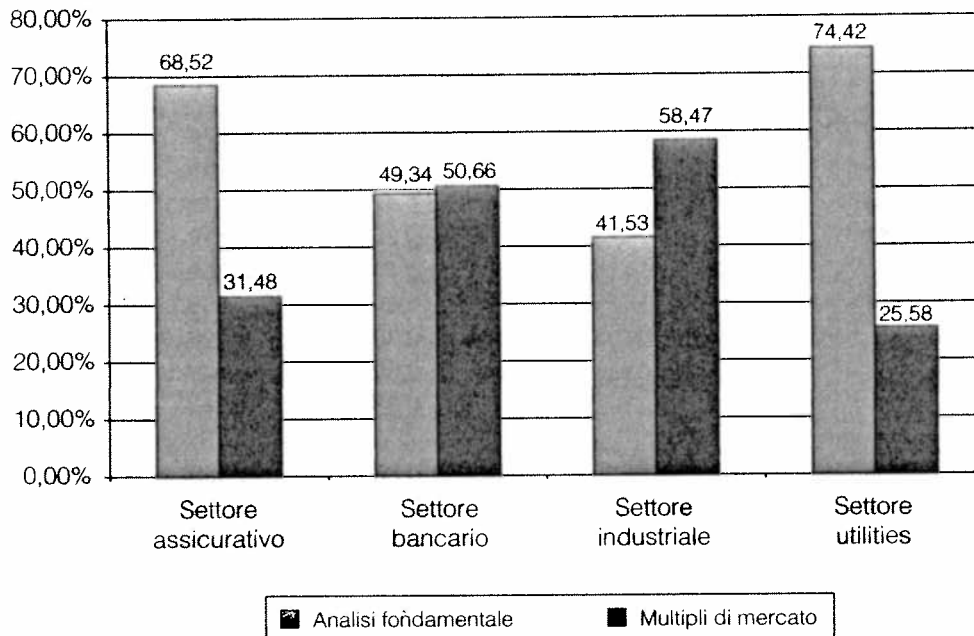


Figura 3 - Percentuali di impiego dell'analisi fondamentale versus multipli di mercato durante i diversi anni

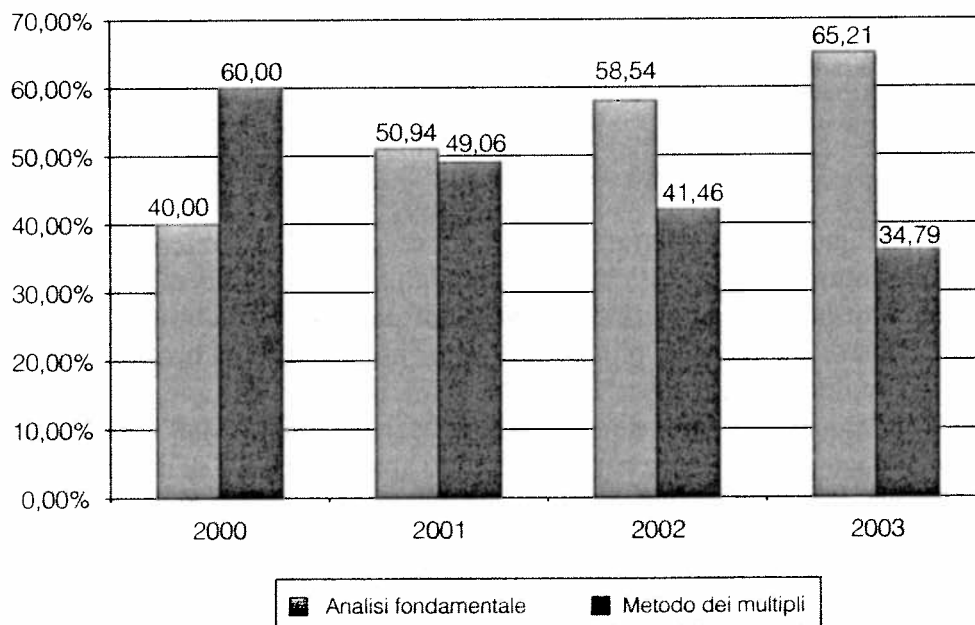


Tabella 4 - Frequenze assolute e relative dell'impiego di analisi fondamentale versus multipli di mercato¹

Broker	Analisi fondamentale (AF)	Multipli di mercato (Mm)	Totale	%AF	%Mm
ABN Amro	10	11	21	47,62	52,38
Actinvest Group	24	46	70	34,29	65,71
Albertini & C.	4	6	10	40,00	60,00
BNP Paribas	1	4	5	20,00	80,00
Banca Akros	23	16	39	58,97	41,03
Banca Aletti & C.	0	1	1	0,00	100,00
Banca Commerciale Italiana	1	4	5	20,00	80,00
Banca Finnat Euramerica	0	4	4	0,00	100,00
Banca Leonardo	5	5	10	50,00	50,00
Banca Popolare di Bari	7	0	7	100,00	0,00
Banca Sella	3	0	3	100,00	0,00
Banca d'Intermediazione Mobiliare - IMI	18	35	53	33,96	66,04
Bipielle Sim	0	0	0	0,00	0,00
Borsaconsult Sim	0	0	0	0,00	0,00
Caboto Sim	60	17	77	77,92	22,08
Cazenove	1	0	1	100,00	0,00
Centrosim	6	4	10	60,00	40,00
Cheuvreux	28	10	38	73,68	26,32
Citigroup	2	4	6	33,33	66,67
Cofiri Sim	4	1	5	80,00	20,00
Consors	0	0	0	0,00	0,00
Credit Lyonnais	3	4	7	42,86	57,14
Credit Suisse	16	9	25	64,00	36,00
Deutsche Bank	82	23	105	78,10	21,90
Dresdner Kleinwort Benson	18	20	38	47,37	52,63
Eptasim	27	11	38	71,05	28,95
Euromobiliare	72	57	129	55,81	44,19
Fortis Bank	0	1	1	0,00	100,00
Gestnord	2	0	2	100,00	0,00
Goldman Sachs	6	8	14	42,86	57,14
Idea Global	0	0	0	0,00	0,00
Ing Barings	1	3	4	25,00	75,00
Intermonte Securities Sim	51	69	120	42,50	57,50
IntesaBci	4	1	5	80,00	20,00
JP Morgan	4	0	4	100,00	0,00
Julius Baer	23	14	37	62,16	37,84
Lehman Brothers	46	5	51	90,20	9,80

(segue)

Broker	Analisi Fondamentale (Af)	Multipli di mercato (Mm)	Totale	%Af	%Mm
Massimo Mortari	4	0	4	100,00	0,00
Mediobanca	36	9	45	80,00	20,00
Merrill Lynch	38	72	110	34,55	65,45
Metzler Italia	2	5	7	28,57	71,43
Rasbank	1	0	1	100,00	0,00
Rasfin	18	8	26	69,23	30,77
Sg Securities Milano	2	0	2	100,00	0,00
Santander Central Hispano	10	2	12	83,33	16,67
Société Generale	7	6	13	53,85	46,15
Ubs Warburg	56	62	118	47,46	52,54
Unicredit Banca Mobiliare	36	25	61	59,02	40,98
Uniprof Sim	1	1	2	50,00	50,00
Websim	0	5	5	0,00	100,00
Totale	763	588	1.351	56,48	43,52

¹ Le frequenze relative si riferiscono alla percentuale di report redatti da ciascuna banca d'investimento/società di brokeraggio impiegando come tecnica di valutazione l'analisi fondamentale o i multipli di mercato.

“effetto tempo”, è con ogni probabilità legato all'evoluzione delle dinamiche di mercato. A seguito dell'esplosione della bolla speculativa, è infatti probabile che sia progressivamente emersa l'incapacità del mercato di fare meglio dell'analista.

L'ipotesi di un “effetto tempo” è ulteriormente sostenuta anche dall'analisi *cross section* tra settori e anno di redazione dei report (tabella 5) dalla quale emerge che:

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

4.2 I fattori che determinano la raccomandazione d'investimento

Teoricamente, una raccomandazione d'investimento dovrebbe dipendere dal confronto tra il fair value ottenuto impiegando un metodo di valutazione e il prezzo corrente del titolo sul mercato. Se il fair value è maggiore (inferiore) del valore corrente di mercato, la raccomandazione dovrebbe essere positiva. Come già detto (vedi *supra* paragrafo 3.1), per ottenere il *fair value* gli analisti finanziari scelgono diverse tecniche di valutazione ed effettuano assunzioni su diver-

Tabella 5 - Analisi cross-section settore-anno dell'analisi fondamentale versus multipli di mercato¹

	Settore	Multipli di mercato	%	Analisi fondamentale	%	Totale
2000	Assicurativo	10	55,56	8	44,44	18
	Bancario	36	65,45	19	34,55	55
	Industriale	40	74,07	14	25,93	54
	Utilities	16	37,21	27	62,79	43
	Totale	102	60,00	68	40,00	170
2001	Assicurativo	14	32,56	29	67,44	43
	Bancario	61	57,01	46	42,99	107
	Industriale	65	56,52	50	43,48	115
	Utilities	43	39,81	65	60,19	108
	Totale	183	49,06	190	50,94	373
2002	Assicurativo	16	30,19	37	69,81	53
	Bancario	51	52,04	47	47,96	98
	Industriale	53	51,46	50	48,54	103
	Utilities	16	21,62	58	78,38	74
	Totale	136	41,46	192	58,54	328
2003	Assicurativo	11	22,92	37	77,08	48
	Bancario	44	36,97	75	63,03	119
	Industriale	87	59,18	60	40,82	147
	Utilities	25	15,06	141	84,94	166
	Totale	167	34,80	313	65,21	480

¹ L'analisi si riferisce ai metodi impiegati in via principale. Le percentuali indicano la frequenza relativa delle due macro-categorie di metodi a seconda del settore considerato e dell'anno di emissione del report.

si fattori, sia interni al modello (tassi di attualizzazione, premi per il rischio di mercato, orizzonte temporale), sia esterni ad esso (*earnings surprise*, particolari operazioni societarie, come ad esempio take-over o azioni dei competitors e dei governi). In questo studio è tuttavia possibile controllare solo per i fattori del primo tipo.

L'obiettivo di questa parte del capitolo è quindi quello di testare se esiste una connessione, ed eventualmente di quale tipo, tra gli elementi che costituiscono la struttura del processo valutativo, ad esempio il metodo di valutazione impiegato, e la raccomandazione emessa, misurata dalla variabile *delta* definita nel paragrafo 3.4 come la differenza percentuale tra target price e prezzo corrente. Per questo motivo, non ci si aspetta che i modelli qui testati siano dotati di elevata capacità esplicativa (vale a dire R^2 elevati). Sarebbe infatti sorprendente trovare che il livello dell'apprezzamento/deprezzamento stimato dall'analista dipenda soprattutto dagli strumenti usati nella valutazione piuttosto che da fattori specifici dell'azienda valutata. L'attenzione viene quindi posta maggiormente sulla significatività di alcune variabili ed i loro segni.

Un primo risultato interessante emerge rispetto ad alcune statistiche descrittive sul *delta*, riportate nella tabella 6. L'andamento del coefficiente di variazione del *delta* è contrario a quanto ci si potrebbe attendere in base ai presupposti sottesi all'analisi fondamentale e ai metodi dei multipli di mercato. Dal momento che i multipli di mercato si basano principalmente su prezzi di mercato, mentre l'analisi fondamentale si dovrebbe basare maggiormente su stime originali dei profitti e dei cash flows futuri dell'impresa, si poteva prevedere una dispersione più contenuta del *delta* relativo ai multipli di mercato rispetto a quello ottenuto con l'analisi fondamentale. L'evidenza empirica mostra tuttavia il contrario. Il motivo potrebbe dipendere dalla natura delle informazioni utilizzate dall'analisi fondamentale che sono di fatto condivise e consolidate oppure da una caratteristica saliente del metodo dei multipli di mercato ovvero la loro ampia discrezionalità. Se infatti i multipli sono, da un lato, autoevidenti in quanto si basano sui prezzi di mercato, allo stesso tempo lasciano aperti ampi margini di discrezionalità, impiegando fattori di scala che sono valori attesi (ad esempio utili o cash flow futuri). Dato che questa peculiarità giustifica sia la necessità di pubblicare report sia di pagare analisti finanziari affinché li redigano, potrebbe essere la spiegazione più valida dell'evidenza riscontrata.

Passando all'analisi propriamente inferenziale, le regressioni effettuate sono state suddivise in due gruppi. In un primo gruppo si sono inserite, attraverso variabili *dummy*, quattro diverse specificazioni dei metodi di valutazione (metodi patrimoniali, metodi basati sui flussi, ossia reddituali e finanziari, metodi misti, metodi basati sui multipli di mercato), i parametri inseriti nei metodi di valutazione, i diversi settori considerati, l'anno di redazione del report. I risultati di questo primo gruppo di regressioni sono riportati nei modelli 1 e 2 della tabella 7.

In un secondo gruppo di regressioni, invece, si sono impiegate le stesse variabili dei due modelli precedenti, accorpendo i metodi di valutazione in sole due

Tabella 6 - Statistiche descrittive della variabile delta¹

	Delta ottenuto con multipli anno 2000				Delta ottenuto con analisi fondamentale anno 2000			
	N.	Media	Deviazione std.	Coefficiente di variazione	N.	Media	Deviazione std.	Coefficiente di variazione
Delta	71	16,87%	16,27%	0,96	50	16,30%	14,32%	0,88
	anno 2001				anno 2001			
Delta	136	15,82%	21,31%	1,35	126	17,27%	25,50%	1,48
	anno 2002				anno 2002			
Delta	96	19,76%	26,20%	1,33	153	20,33%	21,28%	1,05
	anno 2003				anno 2003			
Delta	117	11,83%	22,26%	1,88	249	16,98%	18,11%	1,07

¹ Le statistiche si riferiscono alla variabile delta, definita come differenza percentuale tra il target price ed il prezzo corrente. Il coefficiente di variazione è definito come il rapporto tra la deviazione standard e la media della variabile delta.

variabili, sulla base della distinzione sopra proposta tra analisi fondamentale e metodi basati sui multipli di mercato. I risultati di queste regressioni si trovano nei modelli 3 e 4 della tabella 7¹⁵.

Un primo risultato interessante è relativo al modello 1 che, pensato per tener conto di tutte le variabili, è privo di qualunque significatività. Dato che la ridotta numerosità delle osservazioni potrebbe aver compromesso le potenzialità delle stime statistiche, si sono eliminate alcune variabili, quali tassi e premi per il rischio che, essendo raramente presenti, hanno ridotto in misura maggiore la numerosità. La versione più parsimoniosa (modello 2) mostra che vi sono tre variabili significative: l'appartenenza al settore industriale, l'utilizzo di un metodo basato sui flussi oppure misto. Mentre l'appartenenza al settore industriale esercita un effetto negativo sulle raccomandazioni degli analisti, i due metodi in parola le influenzano positivamente. In particolare, il ricorso al metodo misto porta a un aumento del *delta* di più del 16%. Ciò significa che i broker giungono mediamente a valutazioni sensibilmente più elevate soprattutto nel caso di metodi misti. Normalmente, i metodi misti vengono impiegati

¹⁵ Si è inoltre controllato per alcuni possibili outliers nel tentativo di limitare l'inevitabile rumore. Ad esempio, si sono ripetute le regressioni eliminando dal dataset i report redatti da Actinvest, un broker del tutto a sé stante nella redazione di report, sempre di una sola pagina, dove spesso viene condotta un'analisi valutativa basata esclusivamente sui multipli di mercato "bidimensionali". I risultati non vengono qui riportati dal momento che non subiscono cambiamenti significativi.

Tabella 7 - Principali risultati delle regressioni lineari¹

	(Costante)	Dummy tempo 2001	Dummy tempo 2002	Dummy tempo 2003	Dummy bancario	Dummy industriale	Dummy utilities	Dummy flussi	Dummy misto	Dummy multipli	Dummy analisi fondamentali	Tassi medi	Premi medi	Lunghezza orizzonte analitiche
Modello 1														
coeff.	0,015	-0,009	0,043	0,064	-0,056	-0,009	-0,038	0,073	0,244	0,065		0,006	0,010	0,000
sig.	0,955	0,914	0,598	0,418	0,427	0,946	0,653	0,466	0,044	0,710		0,860	0,842	0,967
F-test	0,752			R2Adj. N = 75										
				= -0,052										
Modello 2														
coeff.	0,1641***	-0,001	0,031	-0,021	-0,017	-0,060**	-0,036	0,052**	0,165***	0,031				
sig.	0,000	0,977	0,181	0,350	0,502	0,016	0,163	0,030	0,000	0,182				
F-test	0,000			R2Adj. N = 997										
				= 0,027										
Modello 3														
coeff.	0,003	0,056	0,131	0,040	-0,012	-0,048	0,012				0,042	-0,001	0,011	0,010
sig.	0,989	0,760	0,471	0,826	0,791	0,485	0,798				0,821	0,785	0,403	0,599
F-test	0,505			R2Adj. N = 150										
				= -0,005										
Modello 4														
coeff.	0,186	0,002	0,024	-0,023	-0,004	-0,035***	-0,007							
sig.	0,000	0,941	0,323	0,331	0,749	0,012	0,620				-0,011			
F-test	0,000			R2Adj. N = 2.732							0,771			
				= 0,011										

¹ Le variabili *dummy* relative al tempo sono state definite sulla base dell'anno di redazione del report. Le variabili *dummy* relative al settore sono state definite sulla base del settore a cui appartiene l'azienda valutata. Le variabili *dummy* che si riferiscono ai diversi metodi di valutazione sono state costruite in base al metodo di valutazione principale impiegato nel report. Con riguardo ai diversi tassi e premi impiegati nei metodi di valutazione sono state utilizzate le loro medie. La lunghezza dell'orizzonte delle stime analitiche è stata calcolata sulla base dell'anno commerciale (360 gg).

per ottenere valutazioni più affidabili. Le valutazioni puramente patrimoniali, infatti, pur dotate dei requisiti di obiettività e dimostrabilità sono carenti dal punto di vista della razionalità: in questi metodi infatti non si procede ad alcuna attualizzazione che, attraverso la scelta dei tassi di sconto, permetta di considerare i diversi gradi di rischio che caratterizzano gli investimenti aziendali. Nei metodi misti, l'informativa patrimoniale viene quindi combinata ad una seconda componente (finanziaria o reddituale) che permette di aggiungere la razionalità a valutazioni che altrimenti ne sono prive. I risultati ottenuti non permettono di trarre conclusioni circa la bontà di queste previsioni, argomento che esula dagli scopi di questo lavoro, ma si ritiene che apprezzamenti di questa misura potrebbero contribuire all'eccesso di ottimismo di cui gli analisti finanziari sono spesso accusati.

I modelli 3 e 4, pensati per aumentare la numerosità delle osservazioni, in realtà non apportano nessun particolare beneficio, come si evince dall' R^2 delle regressioni che peggiora. Questo probabilmente accade perché l'aggregazione effettuata tra i diversi metodi è in realtà una forzatura che considera omogenei elementi che non lo sono, aggiungendo più rumore di quello che si toglie grazie all'aumento della numerosità: ne è prova il fatto che nel modello 4, mentre l'appartenenza al settore industriale è ancora significativa, non lo è più quella che riflette il ricorso all'analisi fondamentale o ai multipli.

Per concludere, si deve ribadire che la scarsa significatività dei modelli testati non sorprende ed è invece coerente con le ipotesi e le aspettative di questo lavoro. I test condotti, infatti, considerano esclusivamente "condizioni di contorno", prima definite anche "strutturali", che è del tutto plausibile che influenzino in modo solo marginale la variabilità delle stime degli analisti. Le osservazioni di maggiore interesse sono quindi relative ai coefficienti dei modelli piuttosto che alla loro capacità predittiva.

L'appartenenza di un titolo ad un determinato settore non sembra incidere in modo sistematico sull'output dei report. L'analisi che l'analista conduce e le sue stime non sono influenzate dalle caratteristiche specifiche di settore, fatta eccezione per il settore industriale, per il quale si effettuano stime mediamente più contenute. Quest'evidenza potrebbe essere giustificata dall'impatto, anche congiunto, di fattori ciclici e congiunturali. Il dataset utilizzato, infatti, contiene osservazioni limitate ad un breve periodo di tempo (4 anni) durante il quale è possibile che, *ceteris paribus*, elementi strutturali del settore o considerazioni specifiche dell'azienda valutata conducano gli analisti a vedere le imprese industriali meno positivamente rispetto alle altre.

5. Conclusioni

La crisi dei mercati finanziari di tutto il mondo, innescatasi in passato dopo gli eccezionali rialzi culminati nel 2000, ha via via determinato una caduta di fiducia nei report emanati dalle banche d'affari e dagli intermediari, (in particola-

re, in quelli prodotti dagli intermediari *polifunzionali*). L'operato degli analisti finanziari è stato posto sotto accusa in quanto troppo spesso distorto dai numerosi conflitti di interesse che si vengono a creare all'interno delle società di brokerraggio. Nonostante quest'evidenza, al momento sono molto pochi gli studi che hanno descritto e analizzato le proprietà degli studi elaborati dagli analisti finanziari cercando di capire quale sia il modo di operare che sottende l'emissione di una raccomandazione d'investimento e di un target price. L'obiettivo del presente lavoro è invece quello di comprendere le principali caratteristiche del "prodotto report" gettando luce sul processo valutativo, sul metodo di lavoro degli analisti e sulla relazione tra proprietà dei report e previsioni emesse, sotto forma di *target price* o raccomandazioni d'investimento.

Gli apprezzamenti/deprezzamenti su cui si basano le raccomandazioni d'investimento dipendono per definizione da fattori specifici relativi all'impresa valutata, che possono essere osservabili e condivisibili da tutti. Nel mercato dei report però si assiste a un proliferare di tecniche di valutazione, spesso costruite ad hoc per la singola società valutata, e all'emissione anche contestuale di target price e raccomandazioni di investimento che possono tra loro differire anche in misura notevole. Questa constatazione suggerisce di studiare l'eventuale effetto di altri fattori, che potrebbero essere definiti strutturali, in quanto non necessariamente legati all'impresa analizzata. In particolare, l'attenzione si è focalizzata su alcuni elementi strutturali della valutazione come metodi di valutazione e relativi parametri, settore di appartenenza del titolo emesso, momento temporale di emissione del report. Si tratta di fattori che non necessariamente devono avere un impatto sulle raccomandazioni e che dovrebbero avere un effetto al più residuale.

I risultati ottenuti permettono di affermare che alcune delle variabili strutturali alla valutazione contano sensibilmente nella misura degli apprezzamenti/deprezzamenti stimati dagli analisti finanziari. Precisamente vi sono tre variabili significative: l'appartenenza al settore industriale, l'utilizzo di un metodo basato sui flussi oppure misto. Mentre l'appartenenza al settore industriale esercita un effetto negativo sulle raccomandazioni degli analisti, i due metodi in parola le influenzano positivamente. In particolare, i broker giungono mediamente a valutazioni più elevate soprattutto nel caso di metodi misti, mentre sono meno benevoli nei confronti di imprese appartenenti al settore industriale. È possibile che l'effetto settore dipenda da elementi ciclici e congiunturali che, limitatamente all'orizzonte temporale considerato, influenzano l'atteggiamento degli analisti nei confronti delle imprese del settore.

A questo stadio d'analisi non è possibile tracciare una classifica dei metodi di valutazione che consenta di individuarne il migliore o il peggiore. Si è infatti analizzato il livello degli apprezzamenti/deprezzamenti stimati, non l'accuratezza delle previsioni ottenute. Questo lavoro permette quindi di avviare una riflessione iniziale sulla questione posta che tuttavia rimane aperta e che dovrà essere oggetto di successive analisi.

Bibliografia

- AMBROSETTI STERN STEWART ITALIA, AIAF (ASSOCIAZIONE ITALIANA ANALISTI FINANZIARI) (2002), "Best practices nei metodi di valutazione e di stima del costo del capitale", in *Quaderno AIAF*, n. 97, supplemento n. 32.
- ASQUITH P., MIKHAIL M., AU A. (2005), "Information content of equity analyst reports", in *Journal of Financial Economics*, vol. 75.
- BARRON O., C. KILE C., O'KEEFE T. (1999), "MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts", in *Contemporary Accounting Research*, vol. 16.
- BERTINETTI G., CAVEZZALI E., RIGONI U. (2006), *The content of reports on italian stocks. Do evaluation methods matter?*, EFMA Madrid Meetings, Working Paper.
- BOTOSAN C., HARRIS M. (2000), "Motivations for a change in disclosure frequency and its consequences: an examination of voluntary quarterly segment disclosures", in *Journal of Accounting Research*, vol. 38, n. 2.
- BOWEN R., DAVIS A., MATSUMOTO D. (2002), "Do conference calls affect analysts' forecasts?", in *The Accounting Review*, vol. 77.
- BRADSHAW M. T. (2002), "The use of target price to justify sell-side analysts' stock recommendations", in *Accounting Horizons*, vol. 16, n. 1.
- BRETON G., TAFLER R. J. (2001), "Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach", in *Accounting and Business Research*, vol. 31, n. 2.
- CAVEZZALI E. (2007), *Gli studi prodotti dagli analisti finanziari sulle società quotate sul mercato italiano. Un'analisi empirica del contenuto*, Tesi di Dottorato, XIX ciclo, Dipartimento di Economia e Direzione Aziendale, Università Ca' Foscari Venezia.
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J. (1996), *Valuation: measuring and managing the value of the companies*, John Wiley & Sons, New York.
- DAMODARAN A. (2002), *La valutazione delle aziende*, Apogeo, Milano.
- DEMIRAKOS E., STRONG N., WALKER M. (2004), "What valuation models do analysts use?", in *Accounting Horizons*, vol. 18, n. 4.
- GUATRI L., BINI M. (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
- HEALY P., HUTTON A. (1999), "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure", in *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, n. 3.
- HILL & KNOWLTON (1984), *The annual report: A question of credibility*, Hill and Knowlton, New York.
- LANG M., LUNDHOLM R. (1996), "Corporate disclosure policy and analyst behaviour", in *The Accounting Review*, vol. 71.

Evoluzione del mercato

PREVITS G., BRICKER R. (1994), "A content analysis of sell-side financial analyst company reports", in *Accounting Horizons*, vol. 8, n. 2.

ROGERS R., RODNEY K., GRANT J. (1997), "Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts", in *Journal of Financial Statement Analysis*, vol. 3, n. 3.

SRI INTERNATIONAL (1987), *Investor Information Needs and the Annual Report*, Financial Executives Research Foundation, Morristown, N.J.