

CREA Furio Cicogna

Centro di Ricerche Economico Aziendali
e sull'Imprenditorialità dell'Università Bocconi

PROGETTO COMUNICAZIONE FINANZIARIA
E VALORE D'IMPRESA

IL RISCHIO INFORMATIVO NELLE OPERAZIONI DI AUMENTO DI CAPITALE

a cura di Giorgio Bertinetti

FK
====

INDICE

Premessa	p.	5
1. Aumenti di capitale e obiettivo dell'analisi (Antonio Salvi)	p.	7
2. Rassegna della letteratura (Antonio Salvi)	p.	9
3. Ipotesi e metodologia della ricerca empirica (Antonio Salvi)	p.	20
4. Fonti dei dati e composizione del campione (Antonio Salvi)	p.	28
5. Analisi dei risultati della ricerca empirica	p.	31
ITALIA (Giorgio Bertinetti)	p.	31
5.1. Efficienza dei mercati finanziari, effetto-segnale e teoria dell'agenzia	p.	31
5.2. Determinanti dei rendimenti anomali e dello sconto all'emissione	p.	39
<i>Allegati</i>	p.	47
FRANCIA (Guido Mantovani)	p.	101
5.3. Efficienza dei mercati finanziari, effetto-segnale, teoria dell'agenzia e loro determinanti	p.	101
<i>Allegati</i>	p.	107
SPAGNA (Guido Mantovani)	p.	133
5.4. Efficienza dei mercati finanziari, effetto-segnale, teoria dell'agenzia e loro determinanti	p.	133
<i>Allegati</i>	p.	137
6. Conclusioni (Giorgio Bertinetti)	p.	179
7. Bibliografia	p.	181

FRANCIA

5.3 – Efficienza dei mercati finanziari, effetto-segnale, teoria dell'agenzia e loro determinanti

Nel periodo oggetto di indagine sono state censite 23 operazioni di aumento di capitale sociale confrontabili con le omologhe operazioni del mercato italiano. A fronte di queste operazioni si riscontrano 21 nominativi societari interessati dall'indagine; infatti due società, Bouygues e Vivendi, hanno realizzato due operazioni ciascuna di ricorso al mercato. Ancor più precisamente solo Bouygues ha fatto ricorso al mercato azionario per due volte nel periodo oggetto di indagine; Vivendi, invece, ha realizzato un'unica operazione congiunta ad una emissione di un prestito obbligazionario convertibile e suddivisa tecnicamente in due tranches: la prima riservata ai vecchi azionisti con prezzo definito ex ante, la seconda rivolta a nuovi azionisti con prezzo definito sulla base dei corsi del titolo ad una data predefinita. È infine interessante osservare come uno dei 21 nominativi sia una società di diritto Elvetico, quotata alla Borsa Valori parigina.

Un elemento caratteristico che accomuna le operazioni di aumento di capitale sociale nel caso francese riguarda le motivazioni ufficiali dell'operazione. Nei casi in cui esse sono disponibili già all'atto dell'annuncio dell'operazione stessa (18 casi presentano questa caratteristica) si tratta di operazioni finalizzate al sostenimento della crescita, in particolare quella per via esterna: in 10 casi si tratta di operazioni a sostegno di future acquisizioni; in 4 casi si tratta di operazioni legate a piani di investimento. Solo in 4 casi il ricorso al mercato finanziario ha lo scopo di ridurre l'indebitamento. Ulteriore caratteristica riguarda le operazioni che nascono a supporto di operazioni di M&A: molte delle acquisizioni annunciate riguardano aziende operanti negli Stati Uniti e definibili come "contenitori di tecnologia".

Sotto un profilo tecnico-giuridico sono frequenti operazioni di ricorso al mercato del capitale di rischio congiunte ad operazioni di emissione di prestiti obbligazionari, spesso convertibili. Anche l'emissione congiunta di warrant per la sottoscrizione di future operazioni sul capitale a prezzi predefiniti è caratteristica giuridica frequente. Di conseguen-

za si può trarre la conclusione che, almeno nelle intenzioni, le operazioni delle società francesi non sono di breve respiro, ma anzi mirano a pianificare il ricorso al mercato finanziario in tempi medio-lunghi. Ancora sotto il profilo giuridico, è interessante osservare come il riconoscimento di un diritto di opzione ai soci già facenti parte della compagine sociale è meno intenso rispetto al caso italiano, specie se si considerano quelle operazioni che servono alle società emittenti per acquisire nuova tecnologia. Altra caratteristica è il ridotto periodo di tempo che intercorre fra l'assemblea generale dei soci che delibera l'operazione e l'avvio tecnico della stessa da parte del Consiglio di Amministrazione della società: non è infrequente verificare la perfetta concomitanza delle due date.

Le operazioni del caso francese sono più facilmente classificabili rispetto al caso italiano. Nello svolgere l'esercizio di allocazione delle 22 operazioni (l'emissione Vivendi è considerata come unica operazione) nell'orizzonte compreso tra i trenta giorni antecedenti l'annuncio dell'operazione ed i trenta successivi, solo 4 operazioni confluiscono nella tipologia dei "casi intermedi". Per le altre operazioni si osservano:

- 5 operazioni con reazioni di mercato secondo criteri di efficienza in forma forte, ossia con extraperformance nulle ante annuncio e significative post annuncio;
- 7 operazioni con reazioni di mercato secondo efficienza in forma semi-forte, ossia con extraperformance significative ante annuncio e nulle post annuncio;
- 6 operazioni con reazioni compatibili con la teoria dei segnali, ossia con evidenti segnali di inversione del trend di extra performance nel periodo osservato.

Le singole classi meritano peraltro alcuni commenti ulteriori.

Le operazioni con reazioni in forma forte si concentrano tipicamente su titoli relativi a società che mirano ad effettuare operazioni di M&A per acquisire nuova tecnologia da impiegare nei propri processi produttivi. Si tratta in genere di titoli relativi a società di dimensione non grandissima (unica eccezione: Valeo), con operazioni realizzate mediamente con scarti di emissione assai ridotte (solo in un caso ciò non è riscontrato). È poi interessante osservare come in tutti in casi le medie dei volumi di contrattazione dei titoli crescano successivamente alla realizzazione dell'operazione, dimostrando in assoluto un maggiore interesse del mercato verso i titoli. Infine, si tratta generalmente di operazioni in

cui l'ammontare dell'operazione rispetto alla capitalizzazione è decisamente rilevante, spesso superiore al 20%.

Le operazioni per le quali il mercato ha risposto secondo schemi di efficienza in forma semi-forte presentano invece caratteristiche meno nette. In questa classe tendono a ricadere le operazioni per le quali la motivazione è meno chiara se non sconosciuta. Caratteristica comune a 6 operazioni su 7 è l'innalzamento delle medie dei volumi di *trading* sui titoli azionari nel periodo temporale in esame per poi tornare su livelli medio-normali su orizzonti temporali più ampi.

Le operazioni che sembrano rispondere alla teoria dei segnali sono complessivamente 6; effettivamente tutte le operazioni sembrerebbero legate alla necessità/obbligo di segnalare al mercato finanziario cambiamenti nelle proprie strategie, sia in casi come quello di Moulinex per tentare di ridurre il peso dell'indebitamento sia in casi come quello della seconda emissione di Bouygues nei quali si intende confermare al mercato la propria strategia di espansione, sia, infine, nei casi delle società con capitalizzazione e volumi di scambio più contenuti per indicare al mercato un tentativo di cambiamento.

Le operazioni che cadono nella classe intermedia sono in effetti quelle dove più complessa è la valutazione dell'impatto dell'operazione sugli equilibri societari; i quattro casi che sono compresi in questa categoria sono infatti: Eurodisney, Eurotunnel, Credit Foncier e Reponse, ovvero tutti casi che, con eccezione dell'ultimo, sono ben noti anche in Italia.

Il fenomeno che probabilmente colpisce con maggiore interesse è la verifica del collocamento delle 22 operazioni quando l'orizzonte temporale si estende dal periodo di giorni $-30/+30$ a quello $-90/+90$. In questo ambito le operazioni che finiscono nella classe intermedia salgono a 12 mentre per le altre classi si osservano i seguenti risultati:

- 4 operazioni con reazioni di mercato secondo criteri di efficienza in forma forte;
- 1 operazione con reazioni di mercato secondo efficienza in forma semi-forte;
- 5 operazioni con reazioni compatibili con la teoria dei segnali.

	-30 +30	-90 +90
Forma forte	5	4
	Focal	
	Geophysique	Geophysique
	Otor	Pl. Val Loire
	Unibail	Unibail
	Valeo	Valeo
Semi-forte	7	1
	Agta	
	Axa	
	Bouygues1	
	Marie Brizard	
	Marrionaud	Marrionaud
	Maurel&Prom	
	Vivendi	
Segnali	6	5
		Bouygues 1
	Bouygues 2	Bouygues 2
	CGBI	CGBI
	Moulinex	Moulinex
	Penauille	
	Pl. Val Loire	
	UBI - Soft	UBI - Soft
Casi intermedi	4	12
		Agra
		Axa
	Credit Foncier	Credit Foncier
	Eurodisney	Eurodisney
	Eurotunnel	Eurotunnel
		Focal
		Marie Brizard
		Maurel&Prom
		Otor
		Penauille
	Reponse	Reponse
		Vivendi
TOTALE	22	22

Una prima conclusione riguarda l'efficacia di questo orizzonte temporale nell'analisi dell'operazione: a differenza di quanto accade in Italia si tratta di un orizzonte temporale troppo esteso rispetto all'operazione che quindi "diluisce" i propri effetti nell'ambito di un trend di mercato che appare definito (gli extrarendimenti mantengono di fatto lo stesso segno).

Osservazioni ancora più interessanti emergono dall'analisi delle modalità con cui si è realizzata la transizione. 3 delle 4 operazioni che rimangono censite nell'ambito dell'efficienza in forma forte erano già censite in questo contesto nell'analisi precedente; in uno di questi casi è curioso osservare la completa inversione dei segni della reazione di mercato. In un caso si osserva il passaggio dalla classe della teoria dei segnali, indice forse che il segnale lanciato dalla società è stato recepito dal mercato. Anche nel caso della classe dell'efficienza in forma semi-forte, l'unico caso superstite proviene dalla stessa classe.

Infine i cinque casi che dopo i 90 giorni residuano nel gruppo della teoria dei segnali sono per 4 casi appartenenti alla medesima classe nell'orizzonte temporale più contenuto mentre in un caso di provenienza dal caso dell'efficienza in forma semi-forte.

Nella tabella che segue sono riportate le operazioni censite nel caso francese.

Allegati (Francia)

Il rischio informativo nelle operazioni di aumento di capitale

TAVOLA 2 - FRANCIA - CARATTERISTICHE AUMENTI DI CAPITALE (Giugno 1998 - Dicembre 2000)

Società	Tipo operazione	Struttura	Rapporto nuove azioni su vecchie azioni	Rapporto % capitale raccolto su patrimonio Es-ante	Scarto % rispetto al prezzo del giorno prima dell'emissione	Motivazione	Data inizio sottoscrizione	Data fine sottoscrizione	Data ufficiale assegni	Data riunione CGA	Sette ex ante	Sette ex post
AGFA Nobis AG	azioni ordinarie	"Emissione di 300.000 azioni al prezzo di 69,50 EUR (valore nominale 10 CHF), opzione riservata ai vecchi soci. Società di diritto Elvetico"	3 : 10	n.d.	3,47%	scorteccate	22-08-98	6-ott-00	15-05-2000	25-04-2000		
Axa	azioni ordinarie	"Emissione di 30.037.477 azioni al prezzo di 123 EUR di cui 9,15 è rimborsato, diritto di opzione a favore dei vecchi soci"	1 : 12	6,30%	24,50%	n.d.	11-mag-00	24-mag-00	5-05-2000	2-05-2000		
Boygues (I)	azioni ordinarie	Emissione di 2,4 milioni di azioni per un prezzo di 226 EUR cad. (50 FRF nominali)	1 : 11	7,02%	17,64%	investimenti	28-giù-99	9-ago-00	21-05-2000	21-05-1999		
Boygues (II)	azioni ordinarie	Emissione di 2,50 milioni di azioni per un prezzo di 745 EUR cad. (50 FRF nominali)	1 : 13	5,32%	19,02%	investimenti	3-mar-00	22-mar-00	24-03-2000	24-02-2000		
CGR	azioni ordinarie	Emissione di 111.111 azioni al prezzo di 170 EUR (80 sui SFPR di nominali) in prelazione ai vecchi azionisti	1 : 3	7,68%	27,20%	scorteccate	14-mar-00	27-mar-00	25-10-1999	3-03-2000		
Crédit Foncier del Franco	azioni ordinarie	"Emissione di 15.085.884 azioni al prezzo di 80 FRF (nominale 45 FRF). Le azioni sono offerte in opzione ai soci delle azioni"	2 : 5	28,30%	54,22%	riduzione indebitamento	13-06-99	24-06-99	21-12-1999	28-11-1999		
Euroferry	azioni ordinarie	"Emissione di 287.307.758 azioni al prezzo unitario di 0,6 euro (nominale: 0,7000); opzione a favore dei vecchi soci"	3 : 8	23,08%	35,92%	investimenti	18-nov-99	25-nov-99	2-11-1999	2-11-1999		
Eurotunnel	emissione contemporanea di azioni F e UK	emissione di 250.000.000 di azioni per la parte francese al prezzo di 1,02 euro (1 FRF di nominali)	3 : 22	9,66%	27,66%	riduzione indebitamento	25-ott-99	15-nov-99	6-05-2000	17-05-1999		
Foxit	azioni ordinarie	emissione di 170.000 azioni al prezzo di 380 FRF (nominale 17 FRF) data in opzione di sottoscrizione ai vecchi azionisti	1 : 12	8,32%	-0,37%	n.d.	21-ott-98	2-ott-98	23-05-2000	4-05-2000		
GEORGINOISE	azioni ordinarie	Emissione di 2,4 milioni di azioni (opzioni agli azionisti al prezzo di 37 EUR. Seguito dai operazioni riservate a fondi comuni di diritto americano)	9 : 19	32,54%	31,49%	n.d.	11-nov-98	24-nov-98	20-05-1999/1999	22-10-1998		
Mare D'Azul	azioni ordinarie e scambio di fusione	"Emissione di 82.180 azioni a pagamento al prezzo di 355FRF per azione (50 FRF nominali). Contemporaneamente è stato autorizzato un ulteriore aumento per 311.610 azioni date in contropartita per l'acquisizione della Financière d'Asnières - Soles. Le azioni sono tutte in opzione ai soci hanno che per il socio Soles, il rapporto per l'esercizio dell'opzione fare conto sulla manua"	4 : 23	12,14%	23,75%	riduzione indebitamento	9-ago-98	30-ago-98	30-05-2000	30-05-2000		
Nationale1	azioni ordinarie	"Emissione di 325.000 azioni al prezzo di 280 FRF (20 FRF di nominali), è previsto il diritto di opzione a favore dei vecchi soci"	1 : 11	8,98%	2,44%	n.d.	27-nov-98	4-dic-98	15-05-1999	25-11-1998		
Mareil et Poin	azioni ordinarie con warrant	"Emissione di 2.419.428 ABSA valore nominale 50 FRF, prezzo unitario 14,3 EUR. Per ogni ABSA è emesso un warrant (BSA) (BSA) emesso a 15EUR dal 27-1-99 al 30-4-01"	2ABSA : 3 az	67,61%	-1,40%	scorteccate	23-06-98	1-gen-00	n.d.	n.d.		
Mutuelle	azioni ordinarie	Emissione di 34.819.281 azioni (addebiato) ad un prezzo di 3,77 EUR (nominale 10 FRF)	1 : 1	58,91%	41,09%	riduzione indebitamento	14-mar-00	27-mar-00	28-02-2000	6-03-2000		
Oce	azioni ordinarie	"Riduzione di capitale e successivo aumento per 15.240.357 azioni al prezzo di 3 EUR (1 di nominali), diritto di opzione ai vecchi soci"	11 : 3	95,95%	95,52%	investimenti	24-mag-00	9-giù-00	12-05-2000	12-05-2000		

Prezzo BV 4 giorni prima dell'annuncio	VO-00	VO-08	VO-16	VO-24	PE-00	PE-08	PE-16	PE-24	PE-30	FEAT-00	FEAT-08	FEAT-16	FEAT-24	FEAT-30	ER-00	ER-08	ER-16	ER-24	ER-30	CAR-00	CAR-08	CAR-16	CAR-24	CAR-30		
1.4	0.26015044	0.10236050	0.11304047	0.27575757	23.0	23.0	23.1	23.3	n.d.	n.d.	9.0	8.7	2.7%	7.8%	-1.5%	3.7%	-0.5%	-0.6%	1.4%	8.0%						
8.88	4276.68207	4342.73333	5952.15214	4658.87165	20.5	20	22	25.1	n.d.	21.2	23	24	15.2%	4.0%	-4.5%	1.8%	-1.3%	8.4%	-6.3%	0.3%						
-10.18	986.174955	707.235	808.798168	886.705380	80.3	35	37.8	74.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	16.8%	5.7%	-2.8%	-9.2%	14.2%	7.4%	-2.7%	-11.3%						
90.24	130.74780	1242.75301	1176.20548	1233.41754	-0	75.8	92	58.2	n.d.	n.d.	80.7	61.5	50.1%	32.0%	-13.0%	-48.2%	68.5%	28.2%	-16.6%	-68.5%						
-57.17	13.726125	10.7142657	8.82727272	8.11426574	59.8	147	185.5	137.8	n.d.	n.d.	31.4	35.3	206.2%	37.9%	-17.4%	-28.1%	195.8%	33.7%	-15.4%	-32.3%						
2.95	23.576625	9.02	25.55662174	15.67272727	3.4	4.2	6.3	3.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-6.8%	-17.3%	-6.3%	-27.0%	-0.6%	-20.0%	-4.3%	-27.9%						
0.98	436.813634	335.342671	485.123773	307.4	34	34	26.7	38	n.d.	n.d.	18.4	14	-2.8%	-8.3%	-11.1%	-24.1%	-2.7%	-8.3%	-10.7%	-22.5%						
1.64	3433.72320	2180.30438	4592.03834	5288.90718	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-13.0%	-10.8%	-0.6%	-27.7%	-13.0%	-10.3%	-5.0%	-32.2%						
-60.32	4.32182379	1.811	3.3	3.879104418	41.2	43.5	49	42.2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-8.6%	8.7%	16.8%	6.9%	-5.2%	3.2%	17.3%	13.4%						
2.44	21.85	13.004783	33.0695987	62.62375	30	30.7	100.7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-24.9%	-6.6%	24.4%	43.1%	-4.1%	-1.5%	22.14%	-2.8%						
-3.54	0.587650704	0.345454545	1.162958364	0.816666667	8.7	7.3	7.5	8.3	86.7	82	15.5	13.4	-1.0%	-11.2%	4.7%	-11.8%	1.8%	-0.2%	5.0%	-11.8%						
-41.23	3.46394811	3.82954545	2.54619139	3.80980782	40.8	36.4	45.3	48	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	17.1%	7.9%	-3.0%	8.1%	18.7%	0.7%	-2.8%	-5.8%						
n.d.	0.0	0.01	0.0	0.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	12.44	13.26	3.88	3.88	4.7%	4.2%	-2.2%	-13.7%	-3.6%	6.2%	-5.1%	-14.5%						
16.80	504.291925	308.875	444.259075	987.333333	22.5	14.9	26.4	17.2	16.8	18.1	29.8	27.3	-60.2%	-11.7%	32.8%	53.5%	-60.2%	-11.7%	22.5%	53.8%						
2.26	2.83944252	0.75000000	5.03454783	0.333946154	4.3	34.3	n.d.	n.d.	86.0	14.5	7.1	8.5	-10.4%	-8.8%	-15.4%	-19.4%	-13.8%	-0.3%	-15.4%	-14.4%						

Il rischio informativo nelle operazioni di aumento di capitale

Società	Tipi operazioni	Struttura	Rapporto nuove azioni su vecchie azioni	Rapporto % capitale ricevuto su patrimonio netto Co-ente	Scarto % rispetto al prezzo del giorno prima dell'emissione	Motivazione	Data inizio sottoscr.	Data fine sottoscr.	Data ufficiale assembl.	Data futura CGA	Data ex-ante	Data ex-post
PERVALE	azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	Emissione di azioni per un riacquisto complessivo di 75 milioni di EUR. L'operazione avviene su delega al CGA (autorizzata di contanto 16.6.99). Le azioni sono offerte in opzione agli attuali azionisti ma i diritti di opzione non sono cedibili a terzi. L'operazione si completa con l'emissione di obbligazioni convertibili per 75,3 milioni di EUR.	nd	nd	nd	nd	21-giu-00	23-giu-00	19-06-2000	9-06-2000		
Partecip. de. Val. Loro	azioni ordinarie	Emissione di 480.000 di azioni di EUR 34,10 (prezzo 10.000) offerte in opzione ai vecchi azionisti.	1 : 30	25,48%	31,39%	economica	5-ago-00	11-ago-00	21-03-2000	21-03-2000		
Reposco	azioni ordinarie	Emissione di 251.000 azioni al prezzo di 44 EUR (1.91 EUR nominali) in opzione ai vecchi azionisti.	1 : 3	27,07%	20,94%	economica	4-ago-00	19-ago-00	19-05-2000	20-04-2000		
UBI soft	azioni ordinarie	emissione di 2.032.000 azioni emesse al prezzo di 75 EUR (2.000 di nominali). E' escluso il diritto di opzione a favore degli attuali azionisti.	non previsto	12,06%	16,40%	nd	3-mar-00	9-mar-00	14-12-1999	1-03-2000		
Unibel	azioni ordinarie e warrant	Emissione di 2.881.500 azioni al prezzo di EUR 106,75 (prezzo 100.000). Gli azionisti hanno rinunciato al diritto di opzione.	non previsto	19,38%	1,05%	nd	1-mag-99	11-mag-99	20-04-1999	20-04-1999		
VALCO	azioni ordinarie e warrant	emissione di 11.147.541 titoli azionari (RBSA) valore nominale di 20.000. L'importo netto di produzione al netto del prezzo di collocamento 510.000. Controprestanza con warrant per sottoscrivere a 680.000 titoli azionari (1 per ogni 3 azioni possedute) sul 7-8-00 al 7-8-01.	nd	14,44%	8,58%	nd	31-ago-99	4-ago-99	27-05-1999	4-07-1999		
VIVENDI (I)	azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	"OPV delegata al CGA. Emissione di 71,3 milioni di azioni (valore nominale 7 milioni); i titoli sono offerti in opzione agli attuali azionisti a 30; ai nuovi azionisti il prezzo sarà definito sulla base della media di quotazione del 4-6-99 - 3 EUR. L'operazione si completa all'emissione di Obbligazioni convertibili per 2,85 miliardi di Euro".	1 : 11	1,95%	17,20%	nd	20-mag-99	3-giu-99	11-05-1999	11-05-1999		
VIVENDI (II)	azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	"OPV delegata al CGA. Emissione di 11,5 milioni di azioni (valore nominale 7 milioni); i titoli sono offerti in opzione agli attuali azionisti a 30; ai nuovi azionisti il prezzo sarà definito sulla base della media di quotazione del 4-6-99 - 3 EUR. L'operazione si completa all'emissione di Obbligazioni convertibili per 2,85 miliardi di Euro" e nuovi azionisti previo acquisto diritto di opzione (valore nominale 1,30).	0,34%	0,39%	nd	20-mag-99	3-giu-99	11-05-1999	11-05-1999			0,34
NEDE				22%	18%						4000	4000
DEX ST				24%	19%						4000	4000

Pres. (Fr giorno prima dell'evento)	VO-30	VO-20	VO-10	VO-0	PE-30	PE-20	PE-10	PE-0	FEATT-30	FEATT-20	FEATT-10	FEATT-0	PGATT-30	PGATT-20	PGATT-10	PGATT-0	ER-30	ER-20	ER-10	ER-0	CAR-30	CAR-20	CAR-10	CAR-0	
-7,44	15,38888889	22,57272727	1820404761	1404888485	25,0	18,4	30,2	30,2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-11,0%	-7,3%	-9,3%	-9,3%	-17,0%	-7,3%	-9,3%	-24,7%	
1,98	3,341238462	1,489595232	2,136642105	2,95806462	9	11,4	11,3	22,5	n.d.	n.d.	n.d.	7,3	7,1	-2,5%	-18,2%	18,3%	25,7%	18,3%	25,7%	-2,5%	-18,2%	18,3%	25,7%	-2,5%	
n.d.	1,106322581	0,713636364	0,790909091	0,625252526	0,4	0	14,2	25,1	21,3	20	19,4	6,9	18,9%	-19,3%	-5,6%	-21,2%	-16,9%	-13,2%	-5,6%	-21,2%	-16,9%	-13,2%	-5,6%	-21,2%	
7,08	97,0421875	185,0194791	-142,3375	107,16825	69,4	43,1	80	n.d.	32,3	48,1	38,4	40,7	40,7	142,1%	73,6%	33,0%	47,0%	142,1%	73,6%	33,0%	47,0%	142,1%	73,6%	33,0%	47,0%
1,87	18,56290323	12,6261143	17,8751304	17,4464375	49,9	48,1	31,1	24,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-0,9%	4,9%	-7,4%	1,6%	-0,9%	4,9%	-7,4%	1,6%	-0,9%	4,9%	-7,4%	1,6%
4,52	175,2338463	203,6900001	279,3666667	275,3941628	17,8	18,8	18,8	13,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,4%	1,6%	-12,2%	-11,9%	2,4%	1,6%	-12,2%	-11,9%	2,4%	1,6%	-12,2%	-11,9%
-0,34	206,036885	200,721818	2010,26687	2375,852908	26,5	26,9	23,1	18,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-13,3%	-7,1%	-0,1%	-10,6%	-13,3%	-7,1%	-0,1%	-10,6%	-13,3%	-7,1%	-0,1%	-10,6%
205,036885	200,721818	2010,26687	2375,852908	26,5	26,5	23,1	18,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-13,3%	-7,1%	-0,1%	-10,6%	-13,3%	-7,1%	-0,1%	-10,6%	-13,3%	-7,1%	-0,1%	-10,6%	









































