

*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

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

## SPAGNA

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

Nel caso spagnolo sono state censite 20 operazioni confrontabili con quelle osservate sul mercato italiano. I nominativi delle società che hanno fatto ricorso al mercato dei capitali di rischio sono però 17 dato che per tre società si sono registrate due operazioni.

Similmente a quanto accade nel caso francese anche in quello spagnolo emerge come la motivazione principale che spinge le società a ricorrere al mercato finanziario sia la ricerca di fondi per sostenere processi di investimento; diversamente dal caso francese, peraltro, è meno frequente il caso della crescita esterna.

Una caratteristica peculiare delle operazioni spagnole è il rilievo dello sconto che si riscontra fra il prezzo di collocamento e quello formulato sul mercato il giorno prima dell'annuncio: mediamente superiore al 35%.

La Tabella che segue riporta la ripartizione delle 20 operazioni censite per il mercato spagnolo nelle quattro tipologie di analisi e per i due orizzonti temporali di riferimento. I dati che si riscontrano presentano delle originalità degne di commento.

È anzitutto interessante osservare come la teoria dei segnali raramente sia in grado di spiegare i fenomeni che accadono sul mercato spagnolo; nessun caso si registra relativamente all'orizzonte  $-30/+30$  giorni mentre solo due casi si osservano nell'intorno dei 90 giorni. Relativamente ai due casi, entrambi provenienti da presunte forme di efficienza, i dati relativi all'intorno più ampio non sono particolarmente intensi.

È significativa la presenza di casi in cui si evidenzia l'efficienza di funzionamento del mercato sia nella forma forte che in quella semi forte. Il fenomeno tende ad essere meno significativo nell'orizzonte temporale di analisi più esteso nel quale, comunque, i casi che si riscontrano sono sostanzialmente gli stessi dell'intorno di 30 giorni.

|                       | <b>-30 +30</b> | <b>-90 +90</b>    |
|-----------------------|----------------|-------------------|
| <b>Form a forte</b>   | <b>5</b>       | <b>2</b>          |
| Abengoa               |                |                   |
| Aguas de Bar.1        |                | Aguas de Bar.1    |
| Picking Pack 1        |                |                   |
| Picking Pack 2        |                |                   |
| Mapfre                |                | Mapfre            |
| <b>Semi-forte</b>     | <b>8</b>       | <b>6</b>          |
| Avanzit               |                |                   |
| Banco Guipuz          |                |                   |
| Cementos Portland     |                | Cementos Portland |
| CIA                   |                | CIA               |
| ERCROS 1              |                |                   |
|                       |                | Picking Pack 2    |
|                       |                | Heineken Heineken |
| Parques Reunidos      |                | Parques Reunidos  |
| Tafisa                |                | Tafisa            |
| <b>Segnali</b>        | <b>0</b>       | <b>2</b>          |
|                       |                | Abengoa           |
|                       |                | Banco Guipuz      |
| <b>Casi intermedi</b> | <b>7</b>       | <b>10</b>         |
| ACS                   |                | ACS               |
| Aguas de Bar.2        |                | Aguas de Bar.2    |
|                       |                | Avanzt            |
| Bami                  |                | Bami              |
|                       |                | ERCROS 1          |
| ERCROS 2              |                | ERCROS 2          |
| Fib                   |                | Fib               |
|                       |                | Picking Pack 1    |
| Global Steel Wire     |                | Global Steel Wire |
| Sniace                |                | Sniace            |
| <b>TOTALE</b>         | <b>20</b>      | <b>20</b>         |

Molto significativa è infine la tipologia dei casi intermedi. Si tratta di un gruppo di società più consistente nell'intorno più esteso di 90 giorni; ciò permette di affermare che anche per il mercato spagnolo – a differenza di quello italiano – quell'intorno è eccessivamente esteso mentre più significativo risulta essere quello di 30 giorni. Occorre peraltro osservare come anche per l'orizzonte di  $-30/+30$  sia significativa la presenza di casi intermedi, fenomeno che risulta ancor più accentuato rispetto al caso francese dall'assenza di operazioni che rispondano alla teoria dei segnali.

Qualche ulteriore osservazione può emergere dall'analisi dei volumi di contrattazione. Quasi tutte le operazioni appartenenti alla tipologia dell'efficienza in forma forte presentano picchi di negoziazione dei titoli nel periodo precedente all'annuncio dell'operazione per poi evidenziare livelli di contrattazione che tendono a normalizzarsi nei novanta giorni successivi. Diverso il caso delle operazioni che nei primi trenta giorni sono classificabili fra quelle che evidenziano efficienza semi-forte: nella fattispecie si osservano volumi di contrattazione più stabili ed in alcuni casi crescenti dopo l'annuncio dell'operazione di aumento di capitale sociale. Più composita invece la tipologia delle operazioni censite come casi intermedi.

Alcune indicazioni emergono infine dall'analisi incrociata delle classi di appartenenza e delle motivazioni che supportano l'operazione. Nelle operazioni con evidenza di efficienza in forma forte quasi sempre si supportano fabbisogni di investimenti per l'espansione o la crescita. Nel caso delle operazioni con efficienza in forma semi-forte non è infrequente osservare la presenza di operazioni realizzate a supporto di ristrutturazioni di passivi (anche di controllate) ovvero di finanza straordinaria all'interno dello stesso gruppo (es. scissioni). Non vi sono invece legami chiari per le operazioni ricadenti nella classe dei casi intermedi.

## **Allegati (Spagna)**

TAVOLA 3 - SPAGNA - CARATTERISTICHE AUMENTI DI CAPITALE (Giugno 1998 - Dicembre 2000)

| Società                   | Strumenti        | Tipologia   | Struttura  | Rapporto nuove azioni su vecchie azioni | Rapporto % capitale raccolto su patrimonio netto Emisero | Scarto % rispetto al prezzo del giorno prima dell'annuncio | Motivazione  | Data inizio sottoscrizione | Data fine sottoscrizione | Data ufficiale chiusura | Data riunione CGA | Prezzo / BV il giorno prima dell'annuncio |
|---------------------------|------------------|-------------|--|---|--|--|--|----------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------|---|
| ABENGOA                   | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 3.210.000 azioni ord. del VN di 1, da offrire agli azionisti in ragione di 6 azioni ord. ogni 1 azione ord. posseduta al Prezzo di 23,24, (con sovrapprezzo di 22,24,.)     | 1 : 6                                   | 12%  | 19%  | M&A (Acquisizione Meris Andarso Dehies)  | 25-07-2000                 | 6-08-2000                | 25-08-2000              |                   | 1,7                                       |
| ACS                       | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 7.168.301 azioni ord. del VN di 1,53, da offrire agli azionisti in ragione di 21 azioni ord. ogni 3 azioni ord. possedute al Prezzo di 25,54, (con sovrapprezzo di 24,01,.) | 3 : 30                                  | 10%  | 12%  |  | 6-06-1999                  | 20-06-1999               | 24-06-1999              | 1-06-1999         | 2,1                                       |
| AGUAS DE BARCELONA (9)    | Azioni ordinarie | "a la par"  | emissione di 1.264.156 azioni ord. da offrire agli azionisti in ragione di 180 azioni ord. per azione ord. posseduta al Prezzo di 1,.  | 1 : 180                                 | 0%   | 32%  | Ambudamento del numero di titoli ad un multiplo di 30                                      | 12-11-2000                 | 27-11-2000               | 26-05-1998              | 26-05-2000        | -133,28                                   |
| AGUAS DE BARCELONA (9)    | Azioni ordinarie | "a la par"  | emissione di 1.379.379 azioni ord. da offrire agli azionisti in ragione di 180 azioni ord. ogni 1 azione ord. posseduta al Prezzo di 1,.   | 1 : 180                                 | 0%   | 34%  |  | 2-11-1999                  | 16-11-1999               | 23-05-1998              | 26-05-1999        | 6,35                                      |
| AKAZIT                    | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 482.525 azioni ord. del VN di 1,01, da offrire agli azionisti in ragione di 10 azioni ord. ogni 1 azione ord. posseduta al Prezzo di 30,08, (con sovrapprezzo di 29,06,.)   | 1 : 10                                  | 8%   | 42%  | Ristrutturazione della società per l'entrata di nuovi azionisti                            | 12-03-1999                 | 12-04-1999               |                         | 28-01-1999        | 14,44                                     |
| BABE                      | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 4.767.000 azioni ord. da offrire agli azionisti in ragione di 5 azioni ord. ogni 1 azione ord. posseduta al Prezzo di 3, 20,.   | 1 : 5                                   | 10%  | 24%  | Strategie di finanziamento per espandere i nuovi investimenti                              | 26-03-1999                 | 14-04-1999               | 28-01-1999              |                   | 2   |
| BANCO GUZDIZCOANO         | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 2.000.000 azioni ord. da offrire agli azionisti in ragione di 10 azioni ord. ogni 1 azione ord. posseduta al Prezzo di 0,33,.   | 1 : 10                                  | 8%   | 34%  | Aumento delle proprie risorse finanziarie  | 4-05-1999                  | 5-07-1999                | 25-02-1999              |                   | 1,83                                      |
| COMENTOS PORTLAND         | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 137.980.000 azioni ord. del VN di 1,17, da offrire agli azionisti in ragione di 1 azione ord. ogni 1 azione ord. posseduta al Prezzo di 1,42,.                              | 1 : 1                                   | 20%  | 90%  | Società gestita per la creazione di una nuova società Ancem                                | 12-12-1998                 | 30-01-1999               | 9-12-1998               |                   | 3,83                                      |
| GA GENERAL DE INVERSIONES | Azioni ordinarie | "a la par"  | emissione di 17.704.082 nuove azioni ord. del VN di 0,17, al Prezzo di 0,17,.  | 2 : 0                                   | 30%  | 28%  |  | 2-02-2001                  | 29-01-2001               | 21-06-2000              | 14-01-2000        | N.D.                                      |
| ENRROS (9)                | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 76.326.394 nuove azioni ord. al Prezzo di 0,66,.  | 6 : 13                                  | 20%  | 43%  | Creata della società Catalana d'Iniciativa con capitale di rischio                         | 4-05-1999                  | 16-05-1999               | 12-04-1999              |                   | 1,85                                      |
| ENRROS (9)                | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 41.446.700 nuove azioni ord. del VN di 0,26, al Prezzo di 0,27, (con sovrapprezzo di 0,27,.)  | 1 : 7                                   | 21%  | 25%  | Riduzione dell'indebitamento e lauramento degli investitori                                | 22-02-2000                 | 7-03-2000                | 1-12-1999               |                   | 1,14                                      |
| FLO                       | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 44.789.917 nuove azioni ord. del VN di 0,65, al Prezzo di 1,20, (con sovrapprezzo di 0,55,.)  | 16 : 17                                 | 83%  | 67%  | Acquisto di 40.000 mq di terreno edificabile per lo sviluppo di diversi centri commerciali | 12-05-1999                 | 1-06-1999                | 16-12-1998              | 20-01-1998        | 1,41                                      |
| GRUPO FOXMACK (1)         | Azioni ordinarie | "a la par"  | emissione di 714.178.808 nuove azioni ord. del VN di 0,15, al Prezzo di 0,15,.   | 4 : 3                                   | 48%  | 64%  | M&A (Acquisizione Chantel)   | 15-05-1999                 | 3-07-1999                | 21-05-1998              |                   | 7,28                                      |
| GRUPO FOXMACK (2)         | Azioni ordinarie | "a la par"  | emissione di 27.494.448 nuove azioni ord. del VN di 3, al Prezzo di 3,.  | 2 : 3                                   | 32%  | 50%  | Finanziamento dell'ulteriore espansione su Internet  | 23-06-2000                 | 7-07-2000                | 16-05-2000              |                   | 291,67                                    |
| GLOBE STEEL WIRE          | Azioni ordinarie | "a la par"  | emissione di 2.812.500 nuove azioni ord. al Prezzo di 2,43,.   | 1 : 5                                   | 28%  | -2%  |  | 17-12-1999                 | 31-12-1999               | 30-06-1999              | 28-11-1999        | N.D.                                      |
| HENKENS ESPAÑA            | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 23.168.352 azioni del VN di 3,005, al Prezzo di 7,135, (con sovrapprezzo di 4,13,.)   | 2 : 3                                   | 98%  | 92%  | M&A (El Agua empuja in accordo con Henkens, di acquistare la flota del gruppo in Spagna)   | 31-05-2000                 | 14-06-2000               | 14-04-2000              |                   | 0,83                                      |
| MARFRE VDA                | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 2.704.706 nuove azioni offerte agli azionisti in ragione di 17 nuove azioni contro 2 vecchie azioni del VN di 1,56, al prezzo di 36,89 (sovrapprezzo 29,39,.)               | 2 : 17                                  | 12%  | 0%   |  | 2-03-2001                  | 16-03-2001               | 22-10-2000              |                   | 5,89                                      |
| PARQUES REUNIDOS          | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 6.040.362 nuove azioni offerte agli azionisti in ragione di 12 nuove azioni contro 41 vecchie azioni del VN di 0,28, al Prezzo di 4,68, (sovrapprezzo 4,40,.)               | 12 : 41                                 | 30%  | 8%   | Finanziamento del piano di ulteriore espansione come parco equitativo e zoológico          | 7-11-2000                  | 21-11-2000               | 28-06-2000              | 23-09-2000        | 5,83                                      |
| SPACE                     | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 13.453.961 nuove azioni offerte agli azionisti in ragione di 1 nuova azione contro 2 vecchie azioni del VN di 0,60, al Prezzo di 1,14, (sovrapprezzo 0,54,.)                | 1 : 2                                   | 33%  | 30%  | "Cessione congiunta di un piano di "regeneración", in accordo con "Alcampo"                | 13-11-1999                 | 13-12-1999               |                         | 28-10-1999        | 11,25                                     |
| TARSA                     | Azioni ordinarie | "con prima" | emissione di 6.110.772 nuove azioni offerte agli azionisti in ragione di 4 nuove azioni contro 11 vecchie azioni del VN di 3, al Prezzo di 13,22, (sovrapprezzo 10,22,.)                 | 4 : 11                                  | 37%  | -6%  | Finanziamento della decessora situazione finanziaria di Duro                               | 14-05-1999                 | 24-05-1999               | 21-04-1998              | 25-02-1998        | 2,11                                      |

| Dato in anni | Data in cent. | YO-00 | YO-00 | YO-00 | YO-00 | YO MED | FE-00 | FE-00 | FE-00 | FE-00 | FEATT-00 | FEATT-00 | FEATT-00 | FEATT-00 | ER-00   | ER-00   | ER-00   | ER-00   | ER-00   | ER-00   |
|--------------|---------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1,17         | 1,08          | 157   | 167   | 168   | 141   | 163    | 25,3  | 19,8  | 20,5  | 21,6  | 22,2     | 17,8     | 17,3     | 18,2     | -14,3%  | 3,99%   | 7,4%    | 9,8%    | -1,80%  | 11,19%  |
| 0,20         | 0,00          | 113   | 163   | 166   | 163   | 215    | 25,7  | 18,3  | 17,2  | 18,2  |          |          |          |          | -12,97% | 1,08%   | -1,05%  | 1,14%   | -0,04%  | 0,00%   |
| 0,30         | 0,48          | 192   | 197   | 198   | 209   | 238    | 15,5  | 10,9  | 16,8  | 15,1  | 13,8     | 13,8     | 14,8     | 13,4     | 0,9%    | -0,6%   | 3,3%    | 6,6%    | -5,74%  | 2,74%   |
| 0,62         | 0,48          | 155   | 152   | 168   | 248   | 258    | 27,3  | 25,9  | 24,9  | 25,8  |          |          |          |          | -4,7%   | -0,2%   | -0,2%   | -10,2%  | -2,94%  | -17,03% |
| 0,14         | 0,15          | 198   | 198   | 85    | 111   | 124    |       |       |       |       |          |          |          |          | -0,0%   | 3,0%    | -1,80%  | -8,00%  | 10,00%  | -0,00%  |
| 0,20         | 0,21          | 98    | 99    | 73    | 37    | 87     | 18,5  | 16,9  | 21,4  | 20,3  |          |          |          |          | -0,99%  | 18,14%  | 18,70%  | -4,15%  | 13,37%  | 17,33%  |
| 0,49         | 0,26          | 13    | 13    | 0     | 0     | 0      | 13,9  | 19,8  | 15,1  | 14,8  |          |          |          |          | 1,91%   | 18,20%  | 1,0%    | -1,21%  | 2,10%   | 12,80%  |
| 0,20         | 0,20          | 11    | 8     | 14    | 11    | 11     | 16,2  | 21,4  | 21,2  | 8,8   |          |          |          |          | 7,84%   | -21,04% | 4,0%    | -2,00%  | -4,00%  | -16,31% |
| 0,10         | 0,11          | 81    | 88    | 109   | 67    | 102    | 10,3  | 8,4   | 8,8   | 8,1   |          |          |          |          | -8,8%   | 0,74%   | -0,3%   | 3,89%   | -0,2%   | 2,00%   |
| 0,12         | 0,12          | 346   | 408   | 1714  | 1071  | 1200   | 23,0  | 14,9  | 14,4  | 12,4  |          |          |          |          | -15,82% | 2,07%   | -1,70%  | -19,9%  | 8,90%   | -0,00%  |
| 0,12         | 0,12          | 408   | 400   | 800   | 804   | 1200   | 11,0  | 10,3  | 7,8   | 4,8   |          |          |          |          | -25,10% | 0,6%    | -30,8%  | -30,90% | -5,00%  | -29,54% |
| 0,30         | 0,27          | 108   | 86    | 52    | 43    | 126    |       |       |       |       |          |          |          |          | -7,02%  | -0,48%  | -3,14%  | -0,6%   | -11,37% | 0,20%   |
| 0,03         | 0,03          | 888   | 1030  | 208   | 319   | 755    | 804   | 37    | 55,9  | 44,3  |          |          |          |          | -1,3%   | 19,9%   | 33,3%   | 11,9%   | 1,80%   | 47,70%  |
| 0,03         | 0,03          | 1428  | 308   | 405   | 1199  | 755    |       |       |       |       |          | 18,2     | 21,3     | 21,3     | 36,45%  | 11,60%  | -15,73% | -16,48% | 2,70%   | -1,08%  |
| 0,30         | 0,38          | 12    | 16    | 28    | 29    | 68     | 5,3   | 5,5   | 4,8   | 5,3   |          |          |          |          | -29,34% | -12,94% | -16,69% | -10,70% | 8,80%   | -26,17% |
| 0,20         | 0,20          | 31    | 25    | 19    | 19    | 57     | 14    | 14,2  | 13,2  | 12,1  | 14,1     | 14,1     | 15,3     | 12,3     | -6,98%  | -2,70%  | 0,89%   | -0,81%  | 6,73%   | -1,29%  |
| 0,42         | 0,44          | 4     | 13    | 1     | 2     | 36     | 20,60 | 20,6  | 20,60 | 15,5  | 16,8     | 16,3     | 16,4     | 16,2     | -4,74%  | -0,2%   | 4,37%   | 14,88%  | 1,44%   | 3,77%   |
| 0,12         | 0,13          | 23    | 30    | 118   | 89    | 101    | 24,9  | 20,8  | 30    | 18,1  |          |          |          |          | -25,02% | -5,17%  | 0,90%   | 8,81%   | 1,74%   | -4,89%  |
| 0,12         | 0,13          | 118   | 214   | 267   | 247   | 332    |       |       |       |       |          |          |          |          | 2,98%   | -2,11%  | -0,28%  | -2,55%  | 11,88%  | 0,52%   |
| 0,27         | 0,24          | 24    | 21    | 15    | 19    | 21     | 52,7  | 31,3  | 14,3  | 13,8  |          |          |          | 11,2     | -13,30% | 12,98%  | -4,58%  | 0,6%    | 4,30%   | 8,87%   |





















































































