

*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



## INDICE

<b>Premessa</b>	p. 5
<b>1. Aumenti di capitale e obiettivo dell'analisi</b> (Antonio Salvi)	p. 7
<b>2. Rassegna della letteratura</b> (Antonio Salvi)	p. 9
<b>3. Ipotesi e metodologia della ricerca empirica</b> (Antonio Salvi)	p. 20
<b>4. Fonti dei dati e composizione del campione</b> (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
<b>Allegati</b>	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
<b>Allegati</b>	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
<b>Allegati</b>	p. 137
<b>6. Conclusioni</b> (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.

	-30 +30	+90 +90
<b>Form a forte</b>	5	2
Abengoa		
Aguas de Bar.1		Aguas de Bar.1
Picking Pack 1		
Picking Pack 2		
Mapfre		Mapfre
<b>Semi-forte</b>	8	6
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>	0	2
Abengoa		
Banco Guipuz		
<b>Casi intermedi</b>	7	10
ACS		ACS
Aguas de Bar.2		Aguas de Bar.2
Avanzit		
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 composta invece la tipologia delle operazioni censite come casi intermedi.

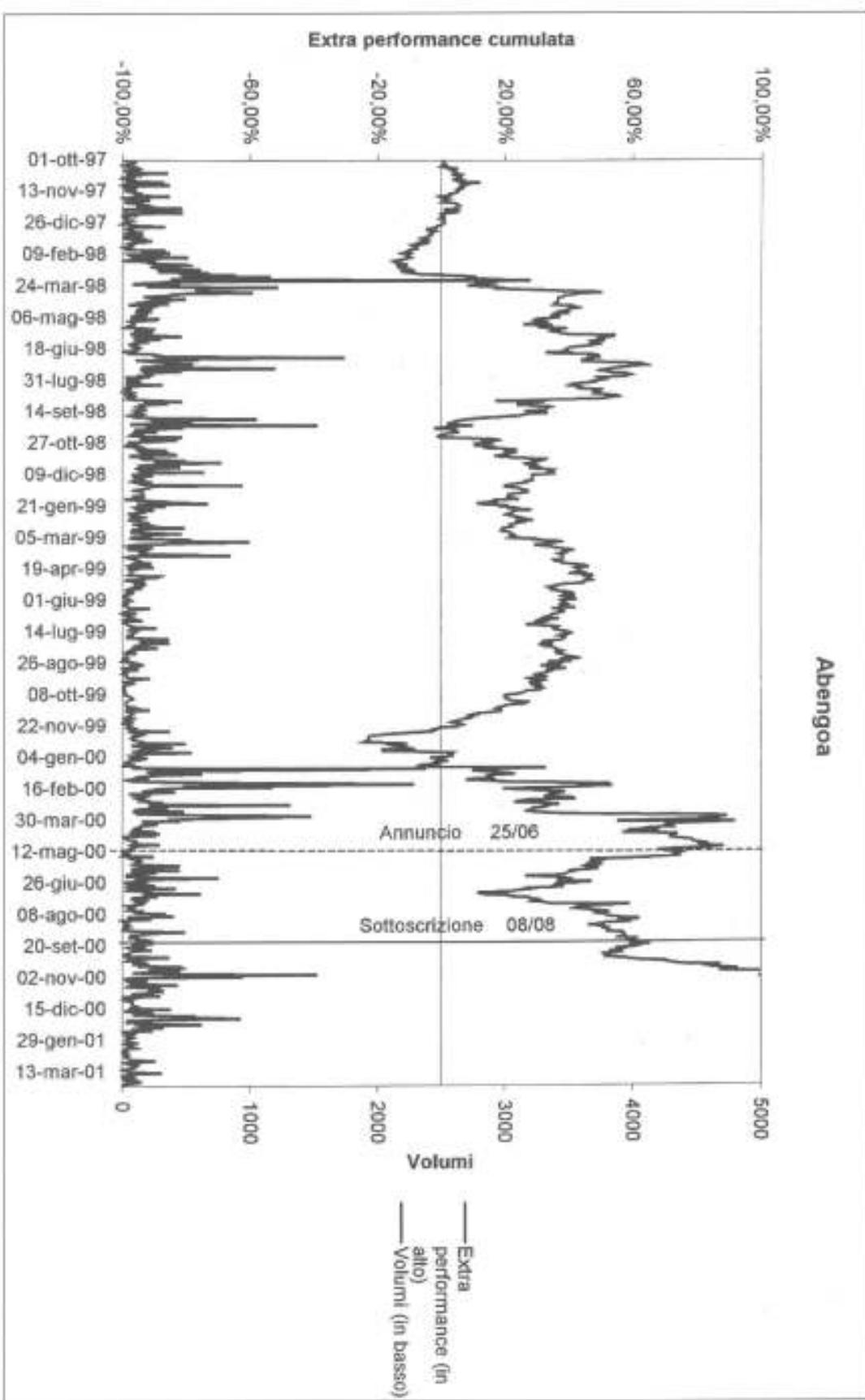
Alcune indicazioni emergono infine dall'analisi incrociata delle classi di appartenenza e delle motivazioni che supportano l'operazione. Nelle operazioni con evidenza di efficienza in forma forte quasi sempre si supportano fabbisogni di investimenti per l'espansione o la crescita. Nel caso delle operazioni 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.

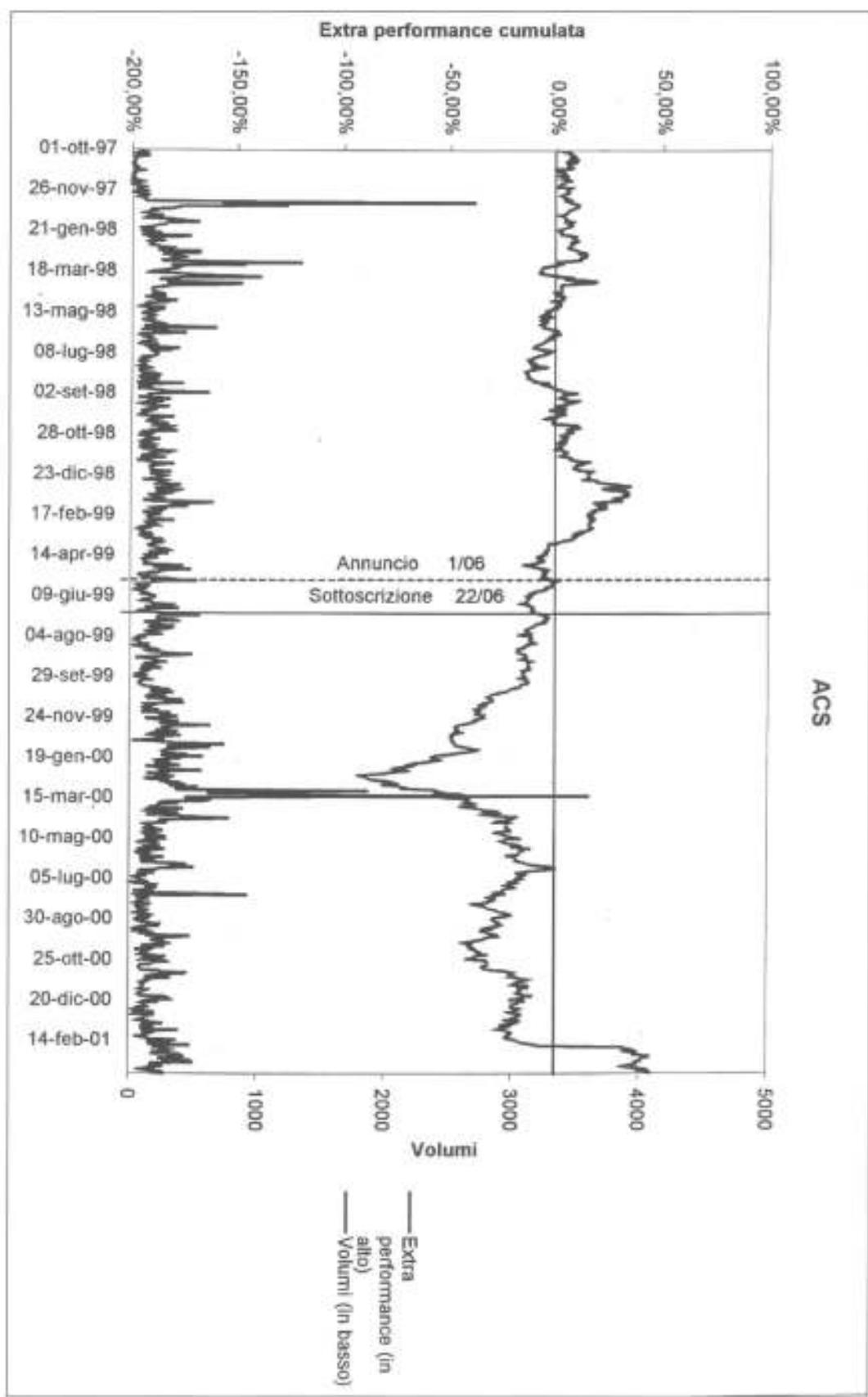
**Allegati (Spagna)**

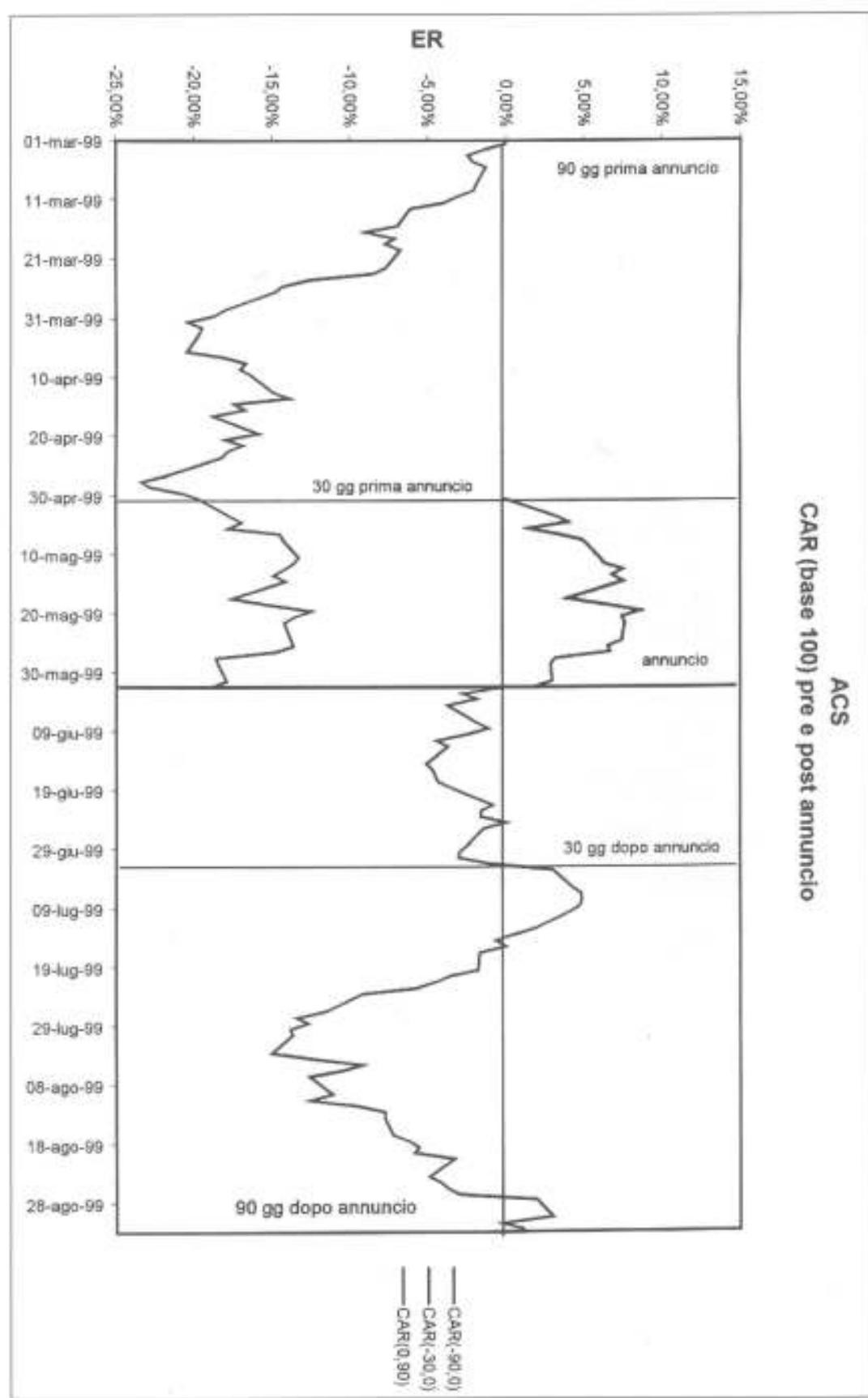
TAVOLA 3 - SPAGNA - CARATTERISTICHE AUMENTI DI CAPITALE (Giugno 1998 - Dicembre 2000)

Società	Situazione	Tipoologia	Struttura	Rapporto nuove azioni su vecchie azioni	Rapporto % tagliato riconosciuto ai patrimoniali Emane	Percentuale % rispetto al prezzo del giorno prima dell'annuncio	Motivazione	Data inizio sottoscr.	Data fine sottoscr.	Data ultime assunzioni	Data riacquisto CDA	Prezzo / VM il giorno prima dell'annuncio
ABENGOA	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 3.210.000 azioni ord da VM di 1... da offerta agli azionisti in ragione di 6 azioni ord ogni 1 azione ord posseduta al Prezzo di 23,24... (con sovrapprezzo di 22,24...)	1 : 8	12%	19%	M&A (Acquisizione Metro Ambiente Belusa)	25-07-2000	6-08-2000	25-08-2000		17
ACS	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 7.169.361 azioni ord da VM di 1,53... da offerta agli azionisti in ragione di 10 azioni ord ogni 3 azioni ord possedute al Prezzo di 25,54... (con sovrapprezzo di 24,01...)	3 : 30	13%	12%		6-06-1999	30-06-1999	24-06-1999	1-06-1999	3,1
AGUAS DE BARCELONA (90)	Azioni ordinarie	"a la pari"	emissione di 1.364.156 azioni ord da offerta agli azionisti in ragione di 180 azioni ord ogni 1 azione ord posseduta al Prezzo di 1...	1 : 180	0%	0%	Aumentamento del numero di titoli ad un multiplo di 30	13-11-2000	21-11-2000	26-11-2000	29-11-2000	-133,28...
AGUAS DE BARCELONA (99)	Azioni ordinarie	"a la pari"	emissione di 1.379.379 azioni ord da offerta agli azionisti in ragione di 180 azioni ord ogni 1 azione ord posseduta al Prezzo di 1...	1 : 180	0%	94%		2-11-1999	16-11-1999	29-11-1999	26-11-1999	6,35
AMADES	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 420.825 azioni ord da VM di 1,01... da offerta agli azionisti in ragione di 10 azioni ord ogni 1 azione ord posseduta al Prezzo di 30,08... (con sovrapprezzo di 23,99...)	1 : 10	2%	42%	Riorganizzazione della società per l'entrata di nuovi azionisti	12-03-1999	12-04-1999		25-01-1999	14,44
BANIE	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 4.167.006 azioni ord da offerta agli azionisti in ragione di 5 azioni ord ogni 1 azione ord posseduta al Prezzo di 3,49...	1 : 5	20%	24%	Strategia di finanziamento per spianare i nuovi investimenti	25-03-1999	14-04-1999	29-01-1999		2
BANCO GUINIGUAZO	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 2.860.000 azioni ord da offerta agli azionisti in ragione di 10 azioni ord ogni 1 azione ord posseduta al Prezzo di 0,60...	1 : 10	0%	94%	Aumento delle proprie risorse finanziarie	4-05-1999	5-07-1999	29-02-1999		1,39
COMINTONI PORTLAND	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 131.000.309 azioni ord da VM di 1,17... da offerta agli azionisti in ragione di 1 azione ord ogni 1 azione ord posseduta al Prezzo di 1,42...	1 : 1	20%	98%	Soluzione giustificata per la creazione di una nuova società Anceps	12-12-1998	20-01-1999	9-12-1998		3,89
CIA GENERAL DE INVERSIONES	Azioni ordinarie	"a la pari"	emissione di 5.17.761.082 nuove azioni ord da VM di 0,17... al Prezzo di 0,17...	1 : 5	30%	26%		2-02-2001	29-03-2001	20-02-2000	14-12-2000	N.D.
EDICRIS (98)	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 70.326.304 nuove azioni ord da Prezzo di 0,08...	1 : 13	20%	43%	Entrata della società Colabora d'Iniziativa con capitale di rischio	4-05-1999	18-05-1999	12-04-1999		1,06
EDICRIS (00)	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 41.446.720 nuove azioni ord da VM di 0,08... al Prezzo di 0,03... (con sovrapprezzo di 0,07...)	1 : 1	21%	25%	Riorganizzazione dell'indirizzamento e finanziamento degli investimenti	22-02-2000	7-03-2000	1-12-2000		1,14
FLO	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 44.768.317 nuove azioni ord da VM di 0,08... al Prezzo di 1,25... (con sovrapprezzo di 0,80...)	18 : 17	0%	67%	Acquisto di 40.000 mq di terreno edificabile per lo sviluppo di diversi centri commerciali	12-05-1999	1-06-1999	10-12-1998	20-01-1999	1,21
GRUPO FIAMING PACK (1)	Azioni ordinarie	"a la pari"	emissione di 214.178.838 nuove azioni ord da VM di 0,15... al Prezzo di 0,15...	4 : 3	48%	64%	M&A (Acquisizione Chatelet)	15-05-1999	5-07-1999	21-05-1999		1,28
GRUPO FIAMING PACK (2)	Azioni ordinarie	"a la pari"	emissione di 37.494.448 nuove azioni ord da VM di 0,1... al Prezzo di 0...	2 : 5	32%	50%	Finanziamento dell'ulteriore espansione su Internet	23-05-2000	7-07-2000	16-05-2000		391,67...
GLOBAL STEEL WIRE	Azioni ordinarie	"a la pari"	emissione di 2.810.500 nuove azioni ord da Prezzo di 2,40...	1 : 5	20%	-22%		17-05-1999	31-12-1999	30-06-1999	29-11-1999	N.D.
HENGSHEN ESPANA	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 23.768.252 azioni da VM di 1,02... al Prezzo di 7,15... (con sovrapprezzo di 6,12...)	2 : 3	52%	12%	M&A (El Agua annuncia in accordo con Hengshen, di acquisire la Nisa del gruppo in Spagna)	31-01-2000	14-02-2000	14-04-2000		2,63
MAPFRE VCA	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 3.764.706 nuove azioni offerte agli azionisti in ragione di 17 nuove azioni contro 2 vecchie azioni da VM di 0,56... al prezzo di 36,80... (con sovrapprezzo di 29,98...)	2 : 17	12%	0%		2-03-2001	16-03-2001	29-10-2000		5,89
PARQUES RELINADOS	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 6.548.962 nuove azioni offerte agli azionisti in ragione di 12 nuove azioni contro 41 vecchie azioni da VM di 0,08... al Prezzo di 4,80... (con sovrapprezzo di 4,45...)	12 : 41	30%	6%	Finanziamento del piano di ulteriore espansione come parte acquisita e zoologico	7-11-2000	21-11-2000	28-06-2000	22-09-2000	5,80
SNIAE	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 13.852.961 nuove azioni offerte agli azionisti in ragione di 1 nuova azione contro 2 vecchie azioni da VM di 0,08... al Prezzo di 1,14... (con sovrapprezzo di 0,04...)	1 : 2	30%	30%	Costruzione congiunta di un piano di "integratori", in accordi con Abengoa	13-11-1999	15-12-1999		28-11-1999	11,66
TAFSA	Azioni ordinarie	"con prezzo"	emissione di 8.110.772 nuove azioni offerte agli azionisti in ragione di 4 nuove azioni contro 11 vecchie azioni da VM di 3... al Prezzo di 13,02... (con sovrapprezzo di 12,22...)	4 : 11	37%	4%	Finanziamento della massima plazacion Iberiana di Grubis	14-05-1999	24-06-1999	21-04-1999	25-02-1999	3,11

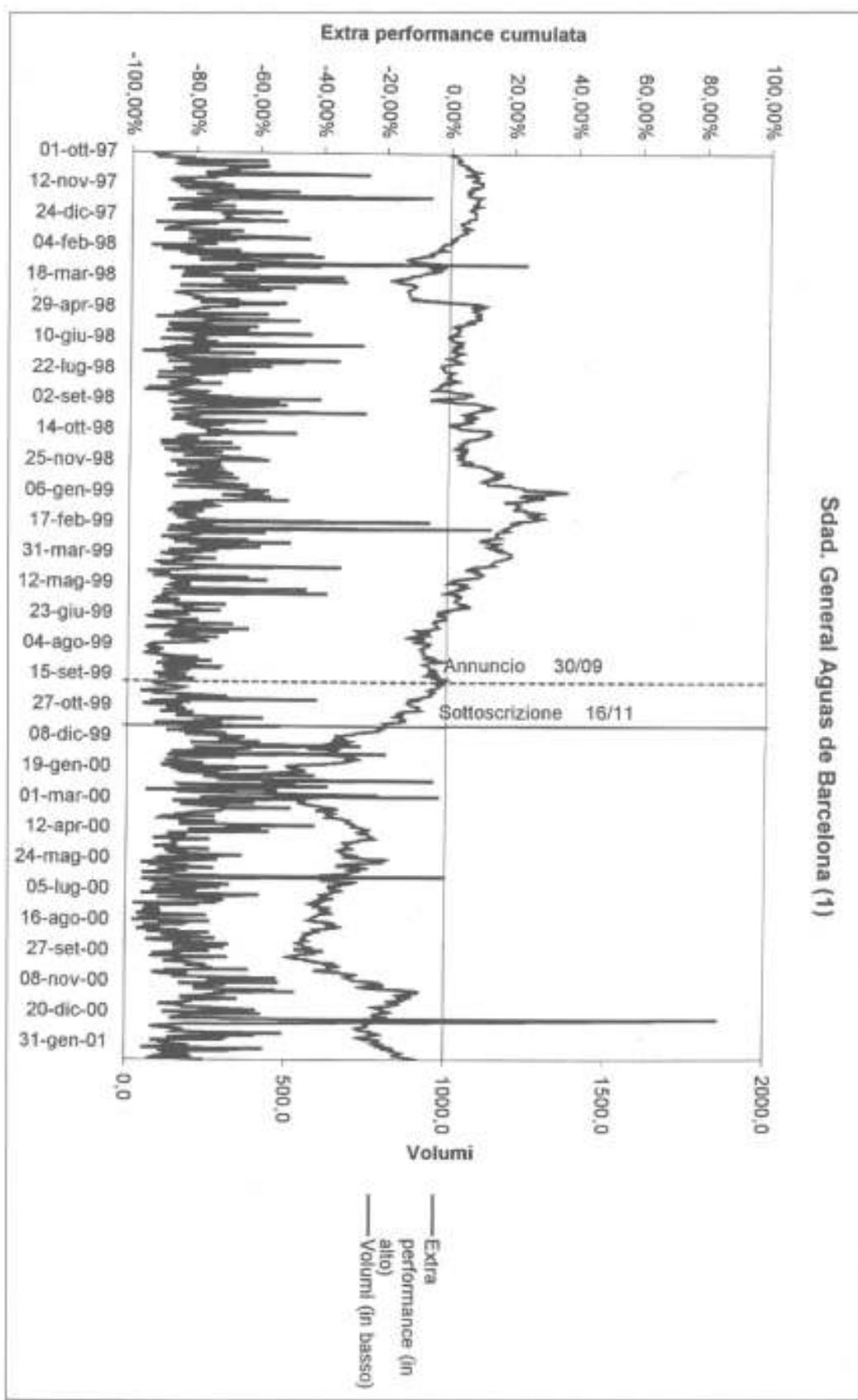
Indice art.	Data in-poit	VO<40	VO=40	VO>40	VO<60	VO MED	PE<40	PE=40	PE>40	PE<60	PE MED	PE>60	PEATT<40	PEATT=40	PEATT>40	ER<40	ER=40	ER>40	ER<60	ER=60	ER>60
1,17	1,28	152	167	168	145	163	85,3	104,8	30,5	31,8	32,2	17,8	17,3	18,2	-14,3%	3,8%	7,4%	8,8%	-1,8%	11,0%	
0,30	0,06	113	183	168	160	215	85,7	103,3	17,2	16,2					-19,0%	1,8%	1,0%	1,0%	0,0%		
0,30	0,48	162	167	168	208	258	93,5	102,9	36,8	31,1	13,8	13,3	14,8	73,4	13,5%	-0,6%	3,7%	6,8%	-3,7%	37,4%	
0,62	0,48	155	152	168	248	256	87,3	105,8	34,6	25,8					-4,7%	-0,5%	-2,2%	-0,2%	-2,4%	-11,5%	
0,34	0,15	148	118	85	111	134									-4,0%	3,5%	-1,8%	-4,8%	10,0%	-9,5%	
0,20	0,21	98	90	73	37	87	38,8	76,0	23,4	20,3					-5,0%	13,3%	14,7%	4,9%	13,3%	17,3%	
0,49	0,26	13	13	8	6	9	73,9	103,8	15,1	14,3					1,8%	12,2%	1,0%	-1,2%	1,2%	12,8%	
0,39	0,38	15	8	16	11	11	92,2	21,8	21,8	8,8					7,8%	-21,0%	4,0%	-4,0%	-4,0%	-16,3%	
0,10	0,11	87	88	109	67	163	90,3	84	8,8	8,1					4,8%	6,7%	-0,5%	3,8%	-0,2%	3,2%	
0,12	0,12	348	408	3716	1621	1300	21,0	14,8	14,4	12,4					-15,8%	2,0%	-1,2%	-15,9%	6,8%	-1,0%	
0,12	0,12	458	400	830	894	1200	11,0	10,3	7,8	4,8					-25,10%	-0,8%	-20,8%	-5,2%	-29,5%		
0,30	0,27	106	86	38	43	128									-7,02%	-0,48%	-0,34%	-0,8%	-1,07%	-2,8%	
0,03	0,03	888	1000	296	318	758	884	27	55,8	44,3					-1,7%	18,2%	33,3%	11,8%	1,8%	47,7%	
0,03	0,01	1426	298	405	1129	755									18,2	25,1	21,2	38,4%	11,6%	-26,7%	
0,38	0,26	12	16	28	39	63	62	5,5	4,8	5,3					-29,3%	-0,58%	-18,6%	-16,7%	8,8%	-28,1%	
0,29	0,26	33	25	19	18	57	14	14,2	13,2	12,1	14,1	14,1	13,3	12,3	-6,38%	-2,79%	6,8%	-8,8%	17,7%	-1,2%	
0,42	0,44	4	13	1	2	36	20,6	20,6	25,8	15,5	18,8	18,1	18,4	18,2	-7,4%	-0,2%	-4,8%	14,8%	1,4%	-1,7%	
0,12	0,12	33	30	118	69	103	24,9	30,9	20	19,1					-25,50%	-5,12%	0,5%	1,81%	1,7%	-4,8%	
0,12	0,13	176	214	261	347	258									2,9%	-2,11%	-0,29%	-2,38%	11,3%	-2,5%	
0,27	0,24	24	21	16	13	21	92,7	31,2	14,3	12,6					11,2	-13,30%	13,8%	-4,5%	9,8%	4,3%	



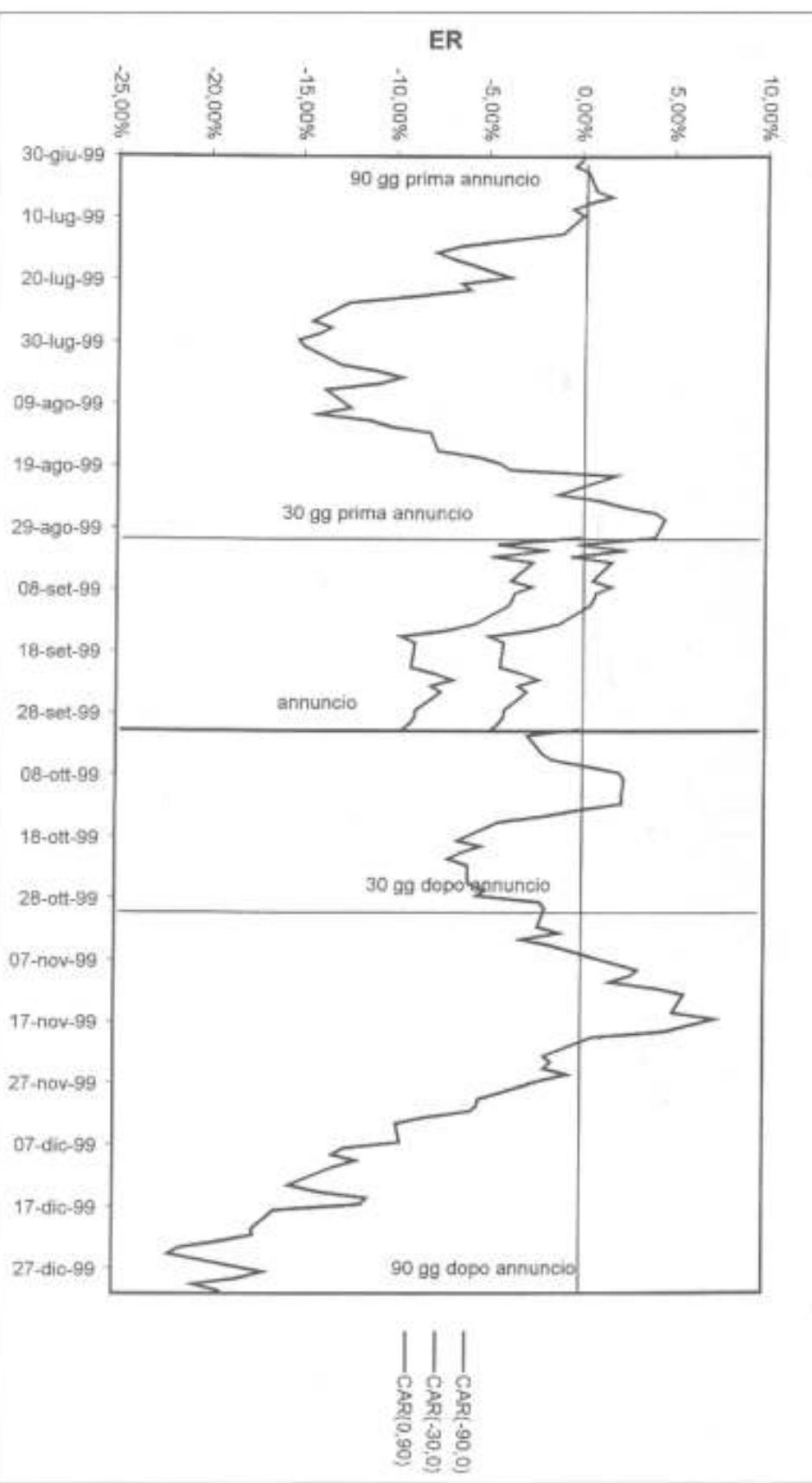


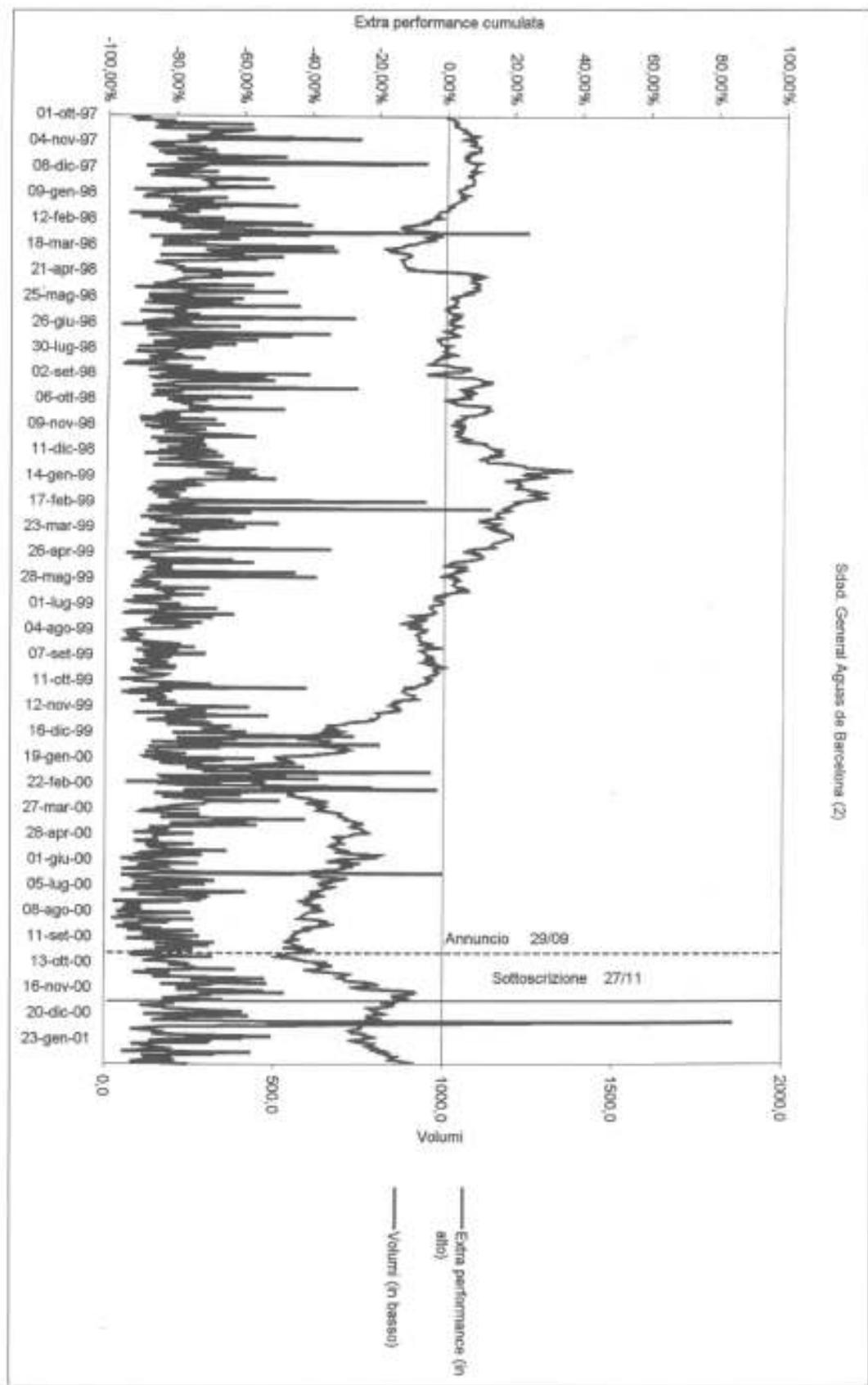


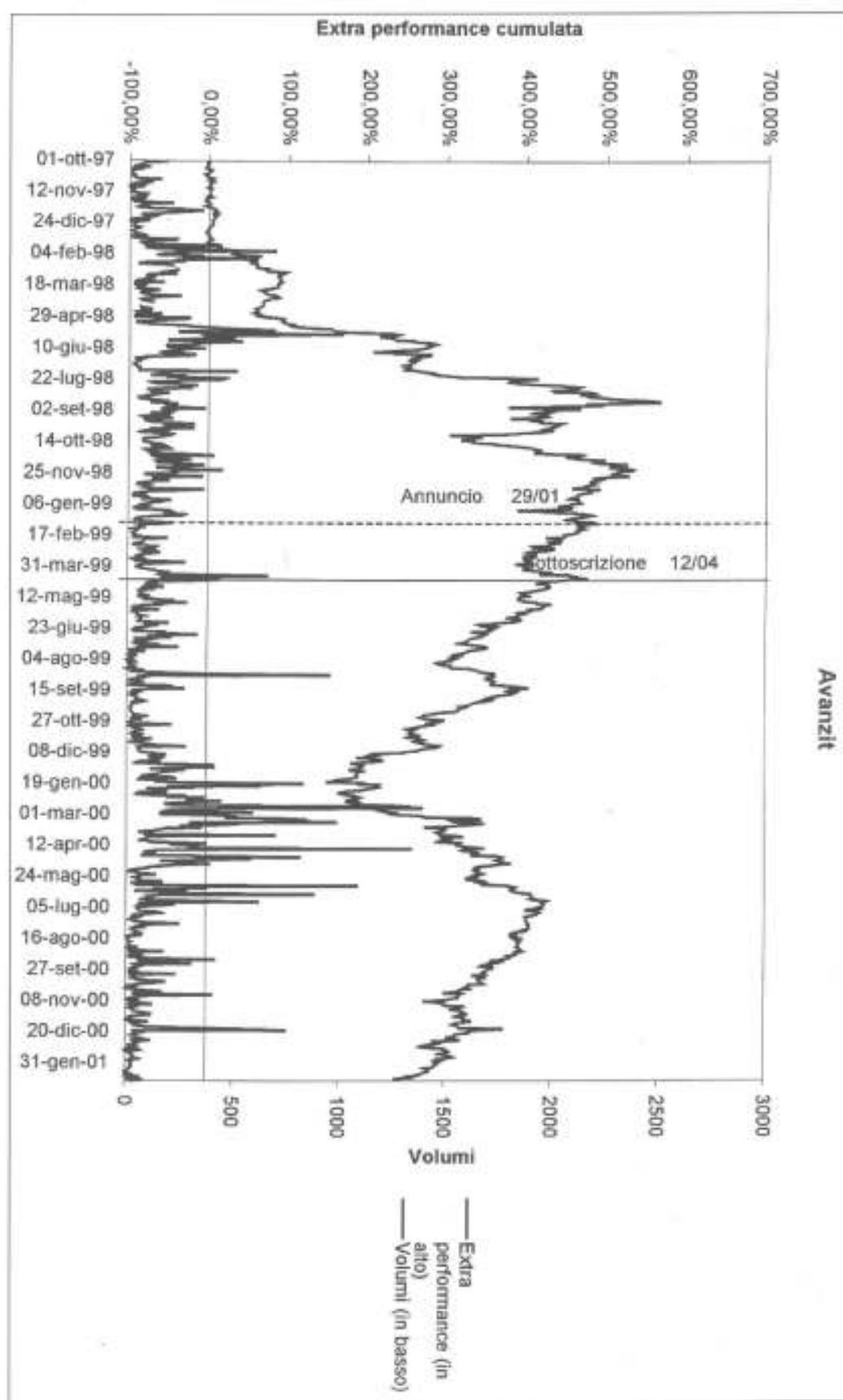
### Sdad, General Aguas de Barcelona (1)



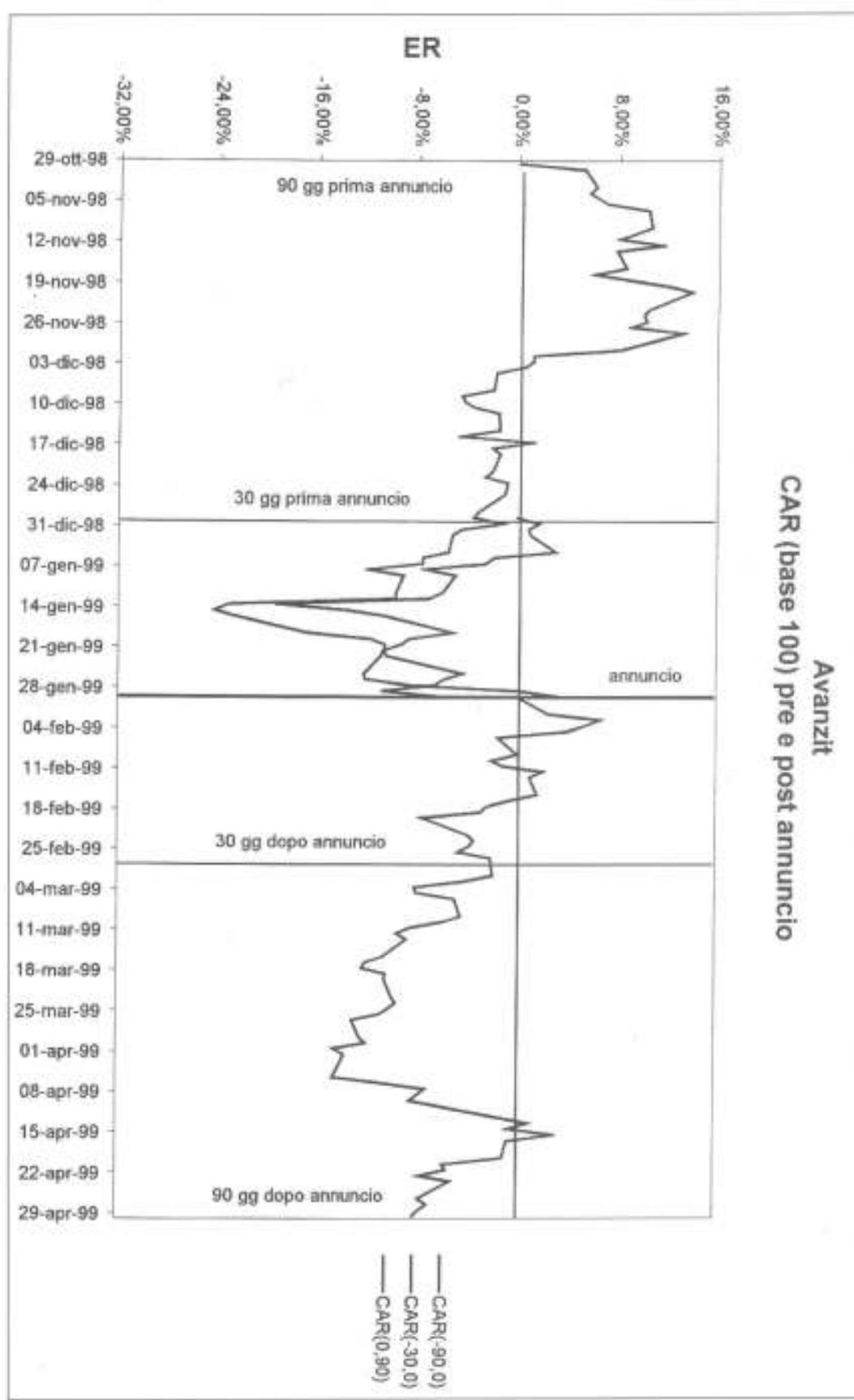
Sdad. General Aguas de Barcelona (1)  
CAR (base 100) pre e post annuncio

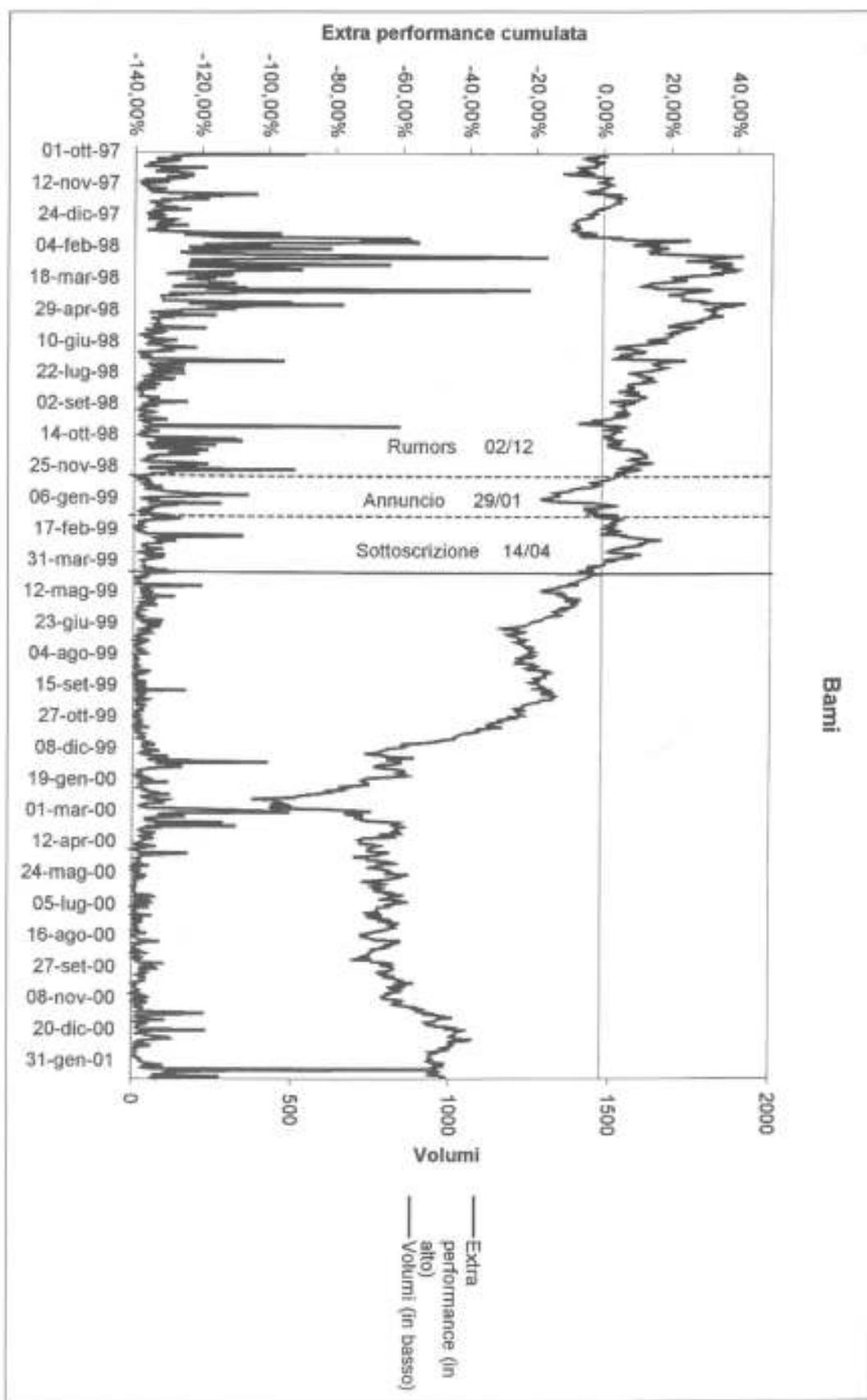


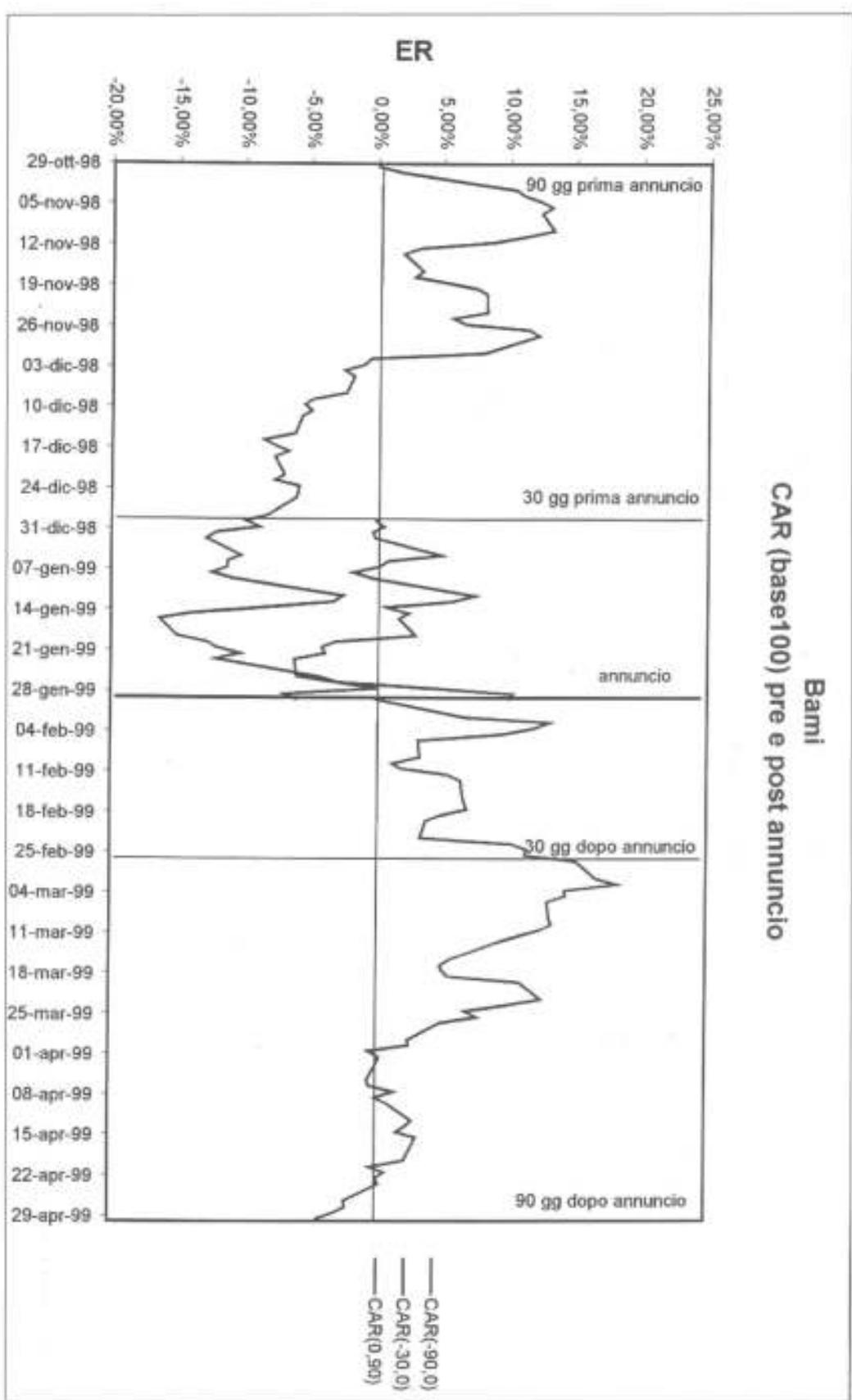


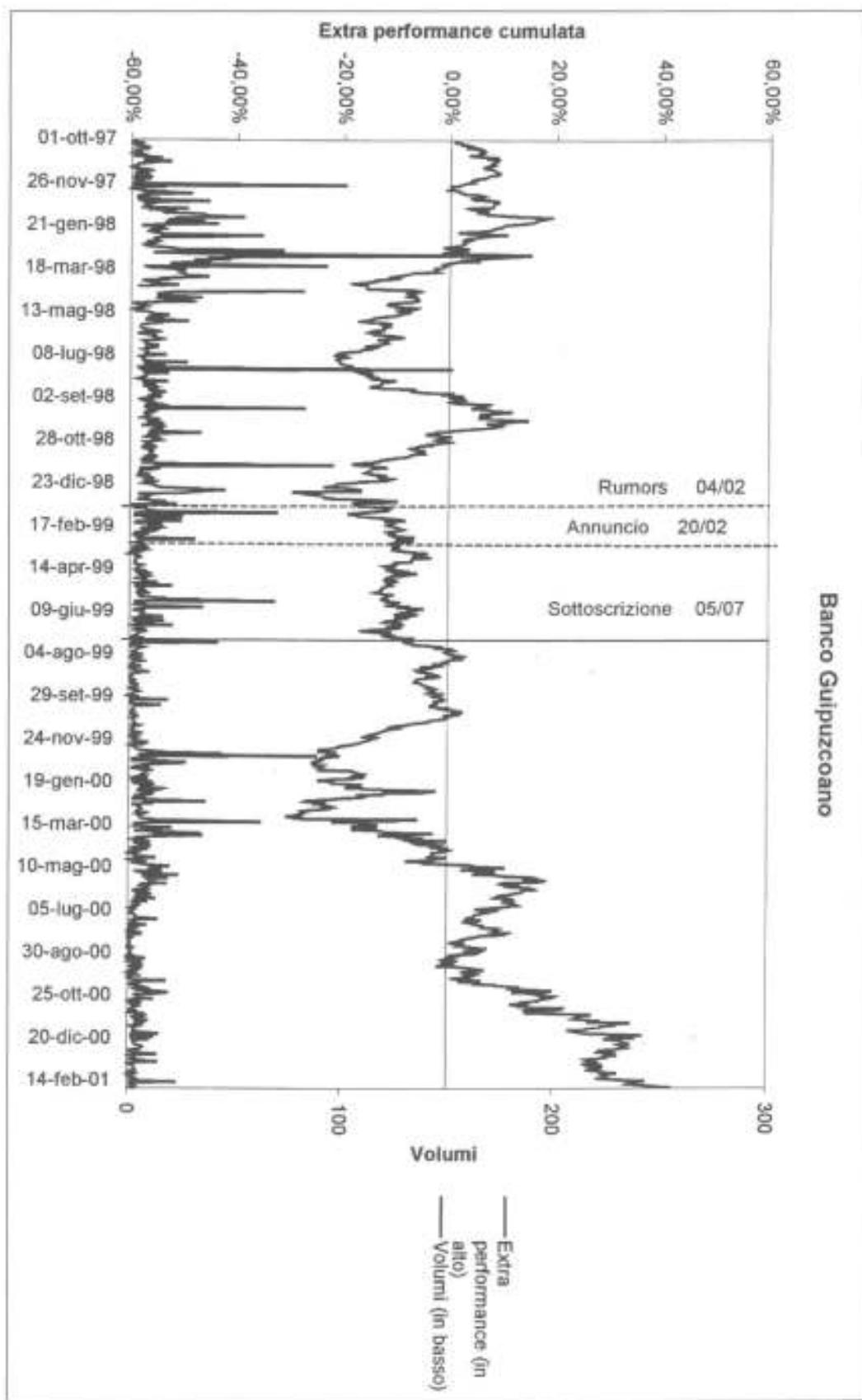


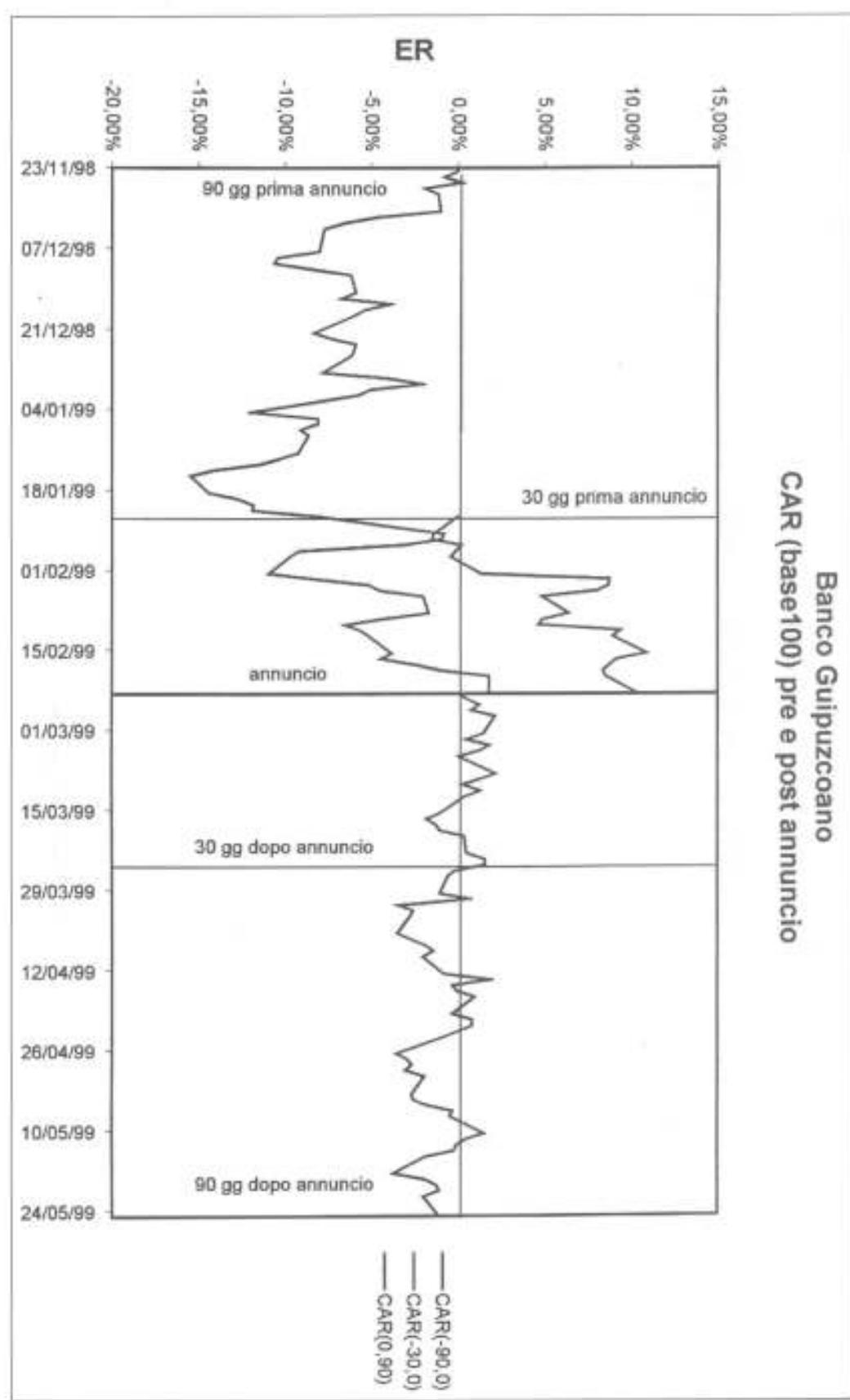
**Avanzit  
CAR (base 100) pre e post annuncio**



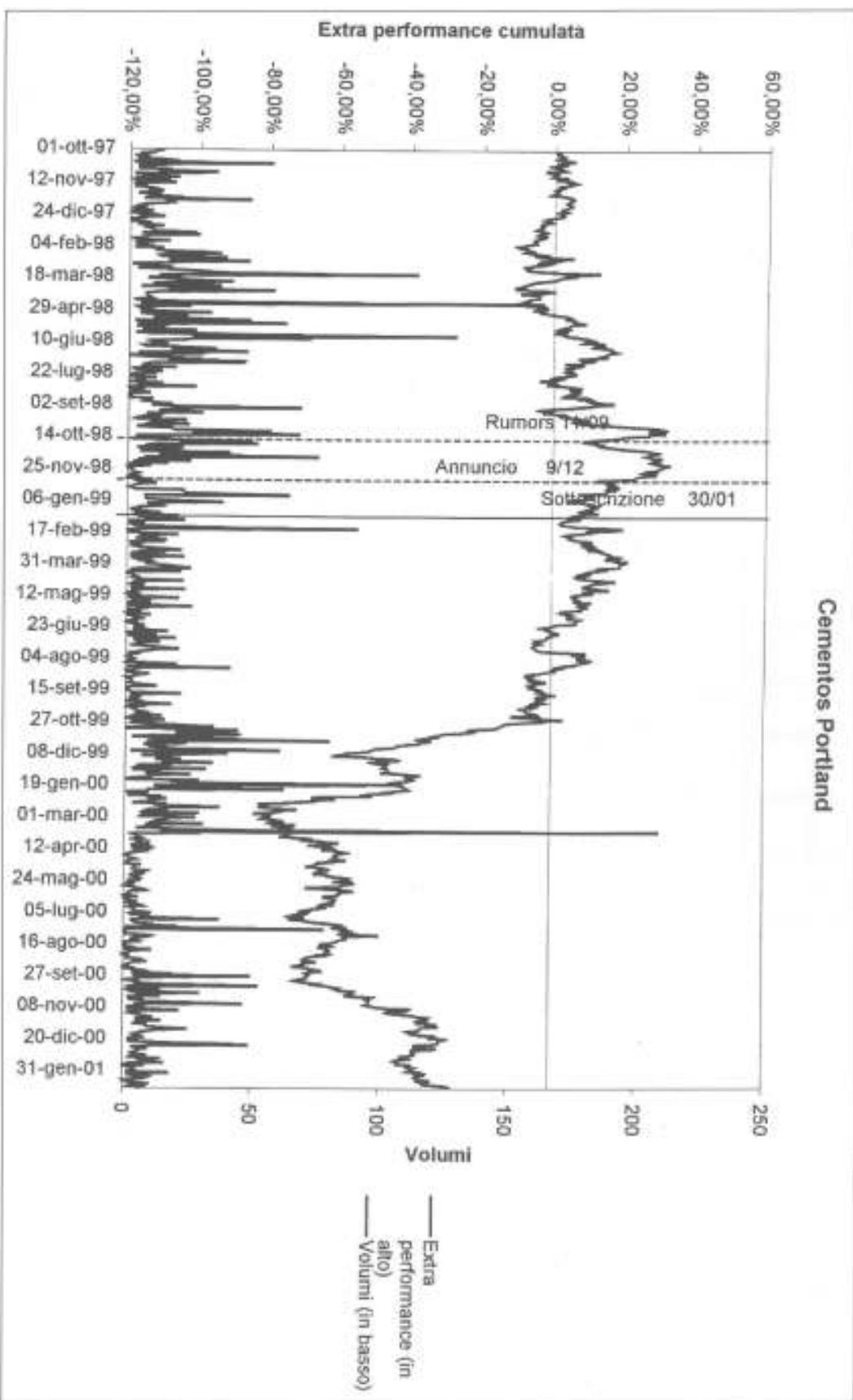


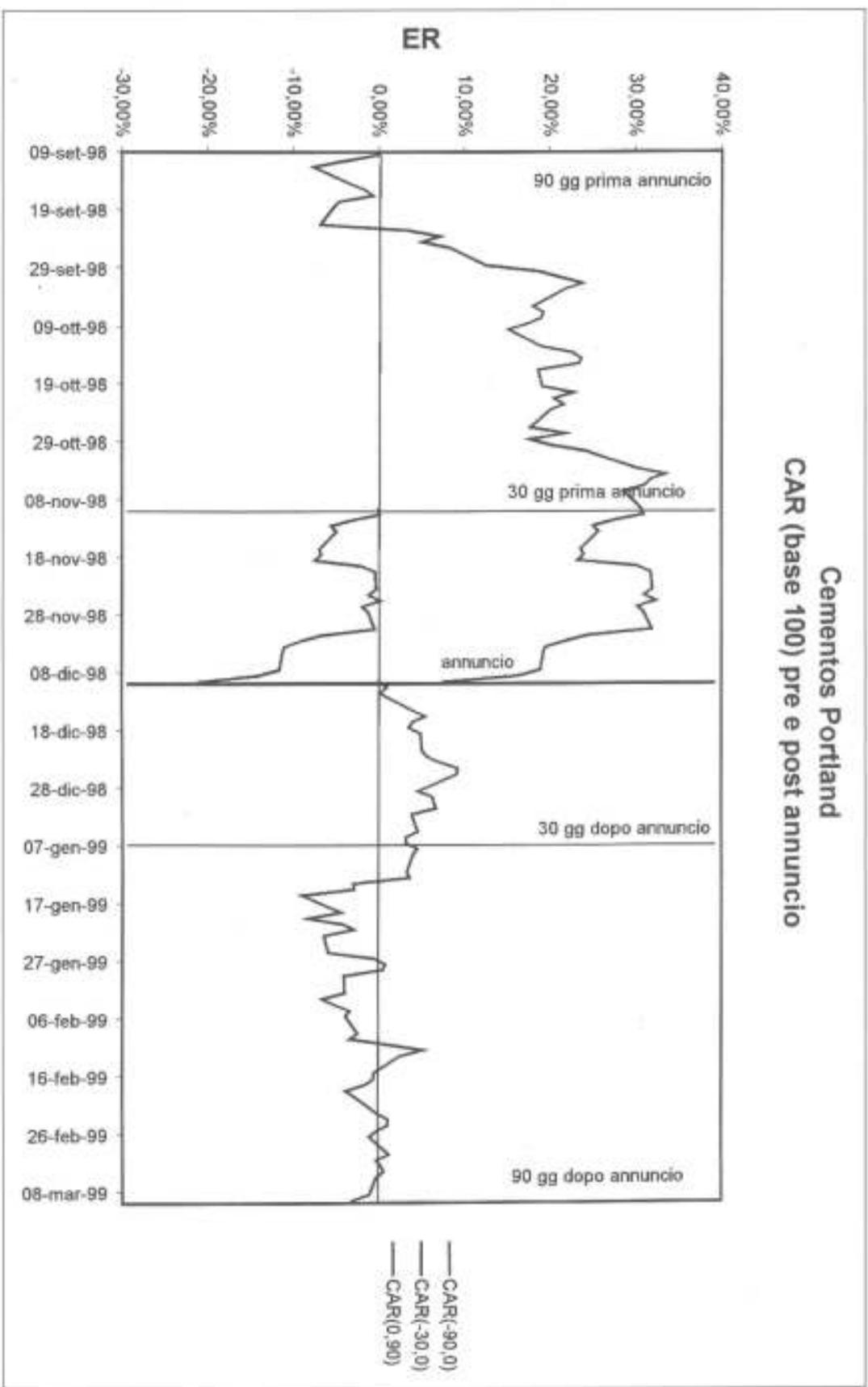




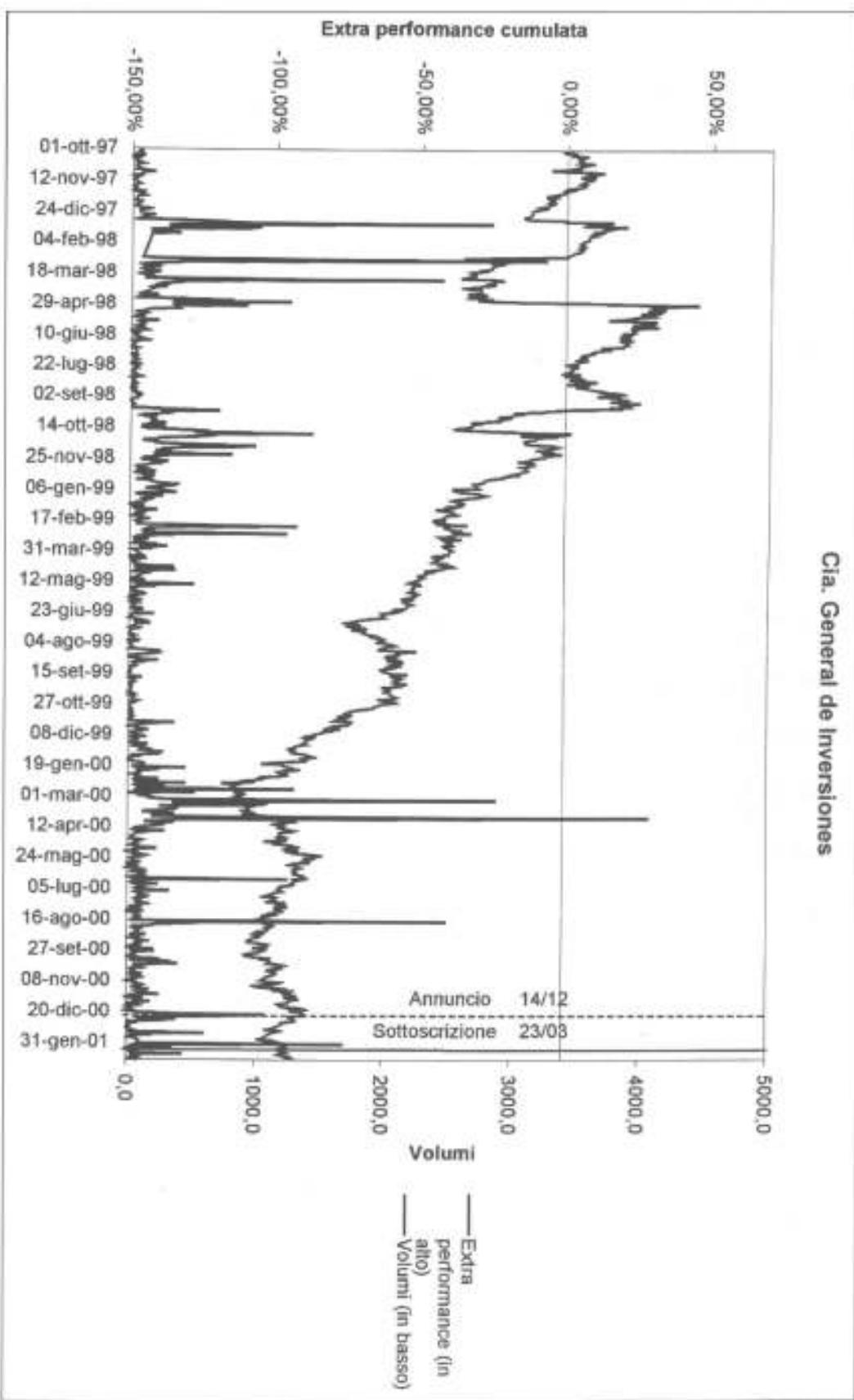


## Cementos Portland

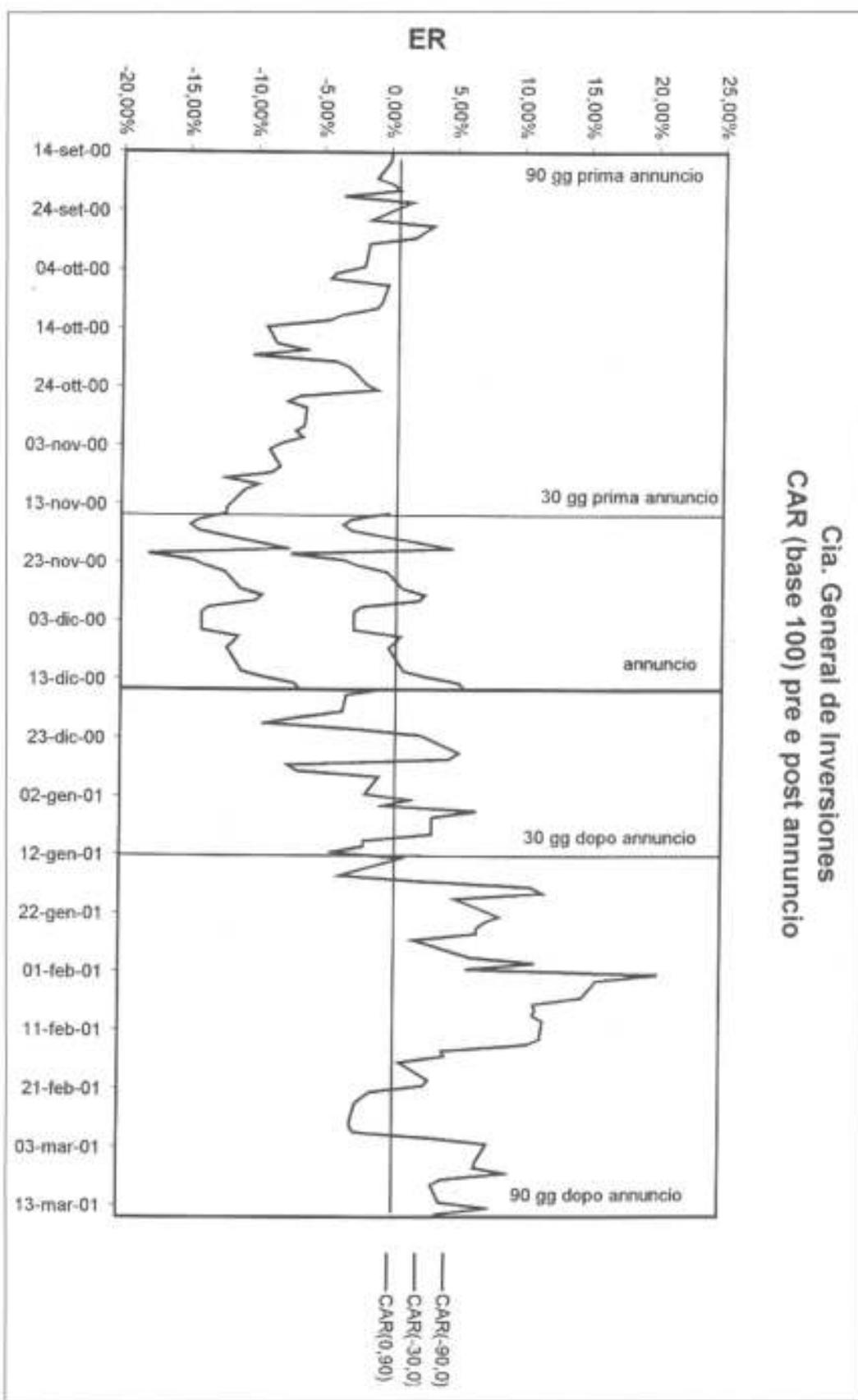


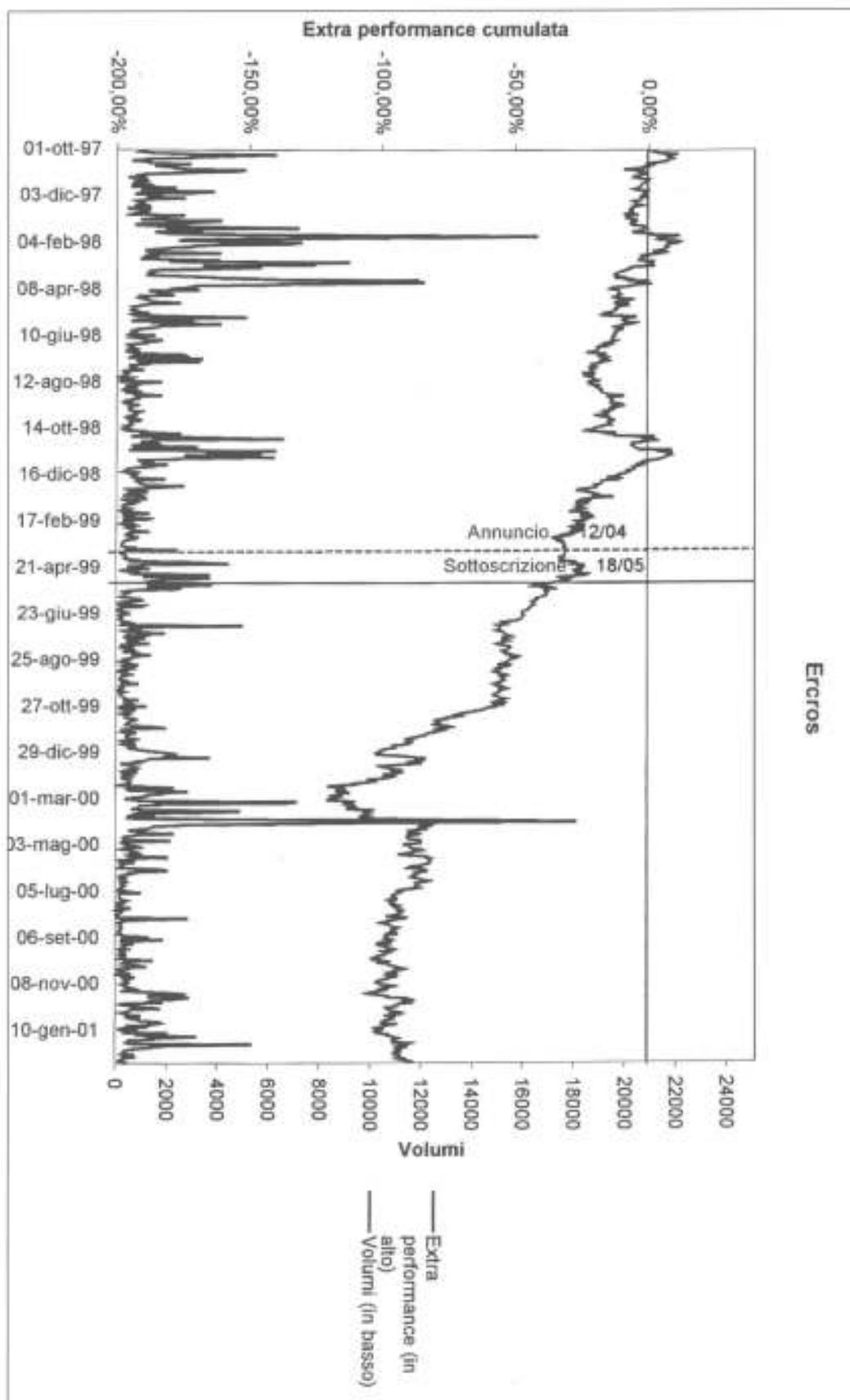


Cia. General de Inversiones

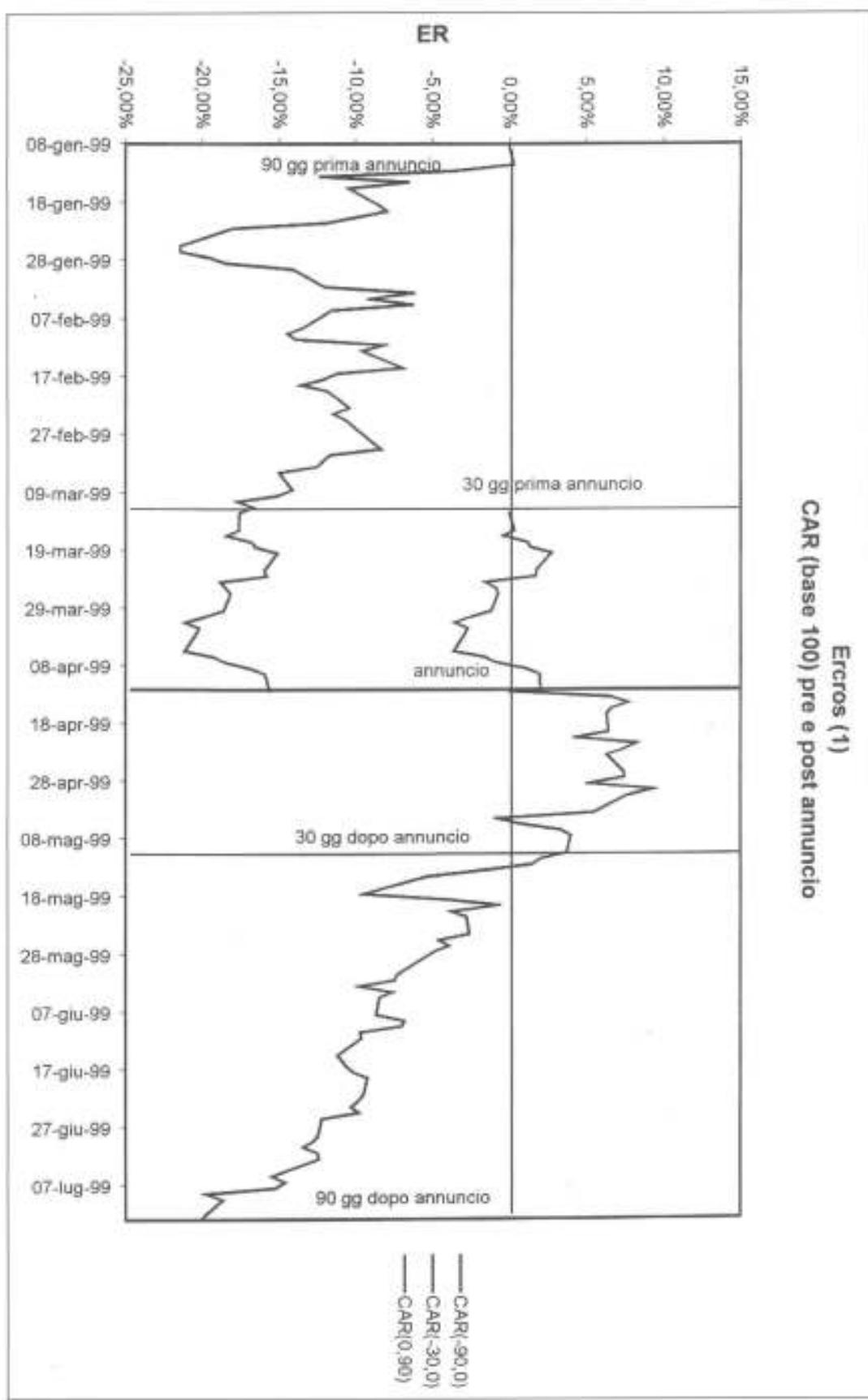


**Cia. General de Inversiones  
CAR (base 100) pre e post annuncio**

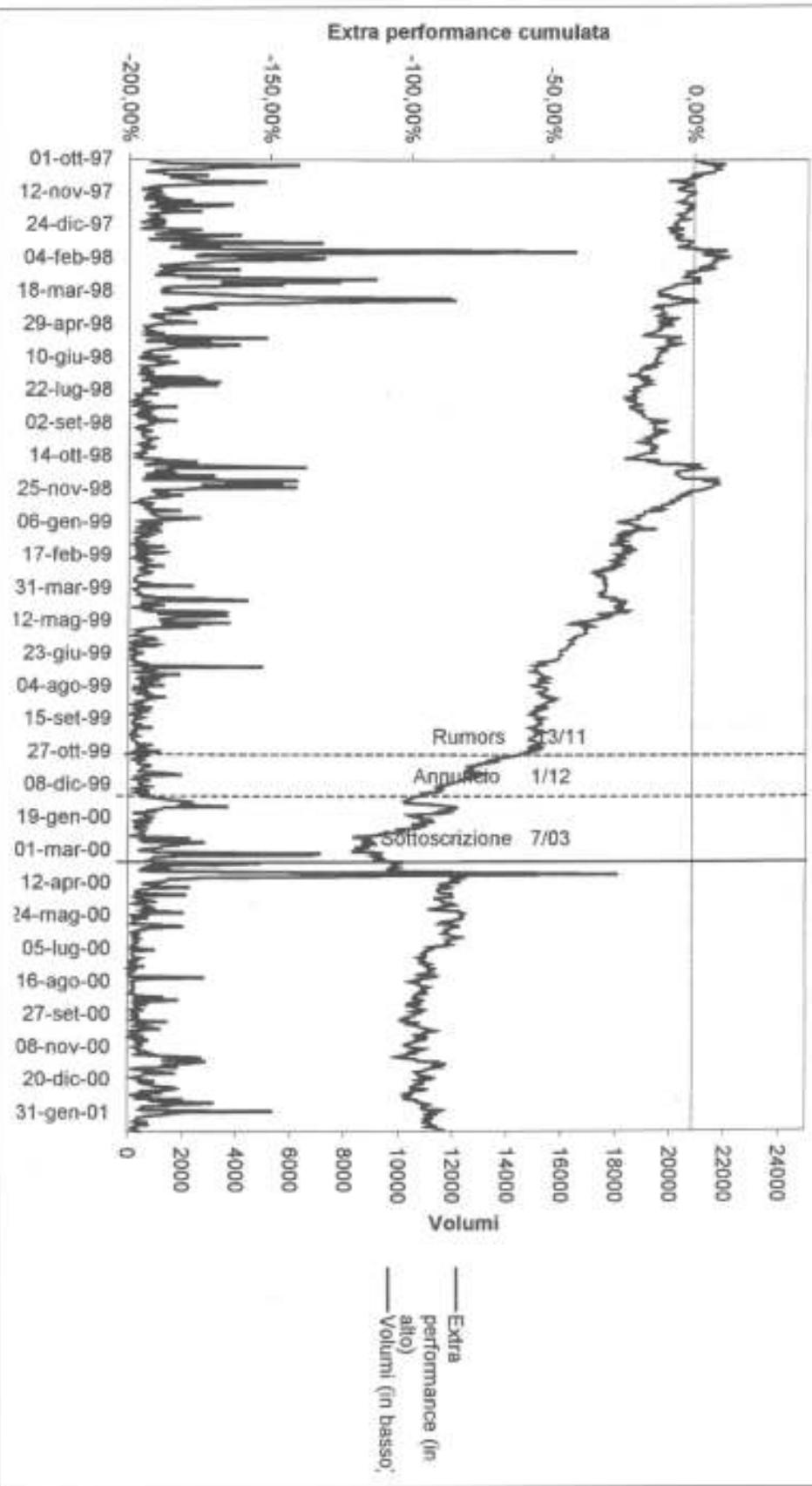




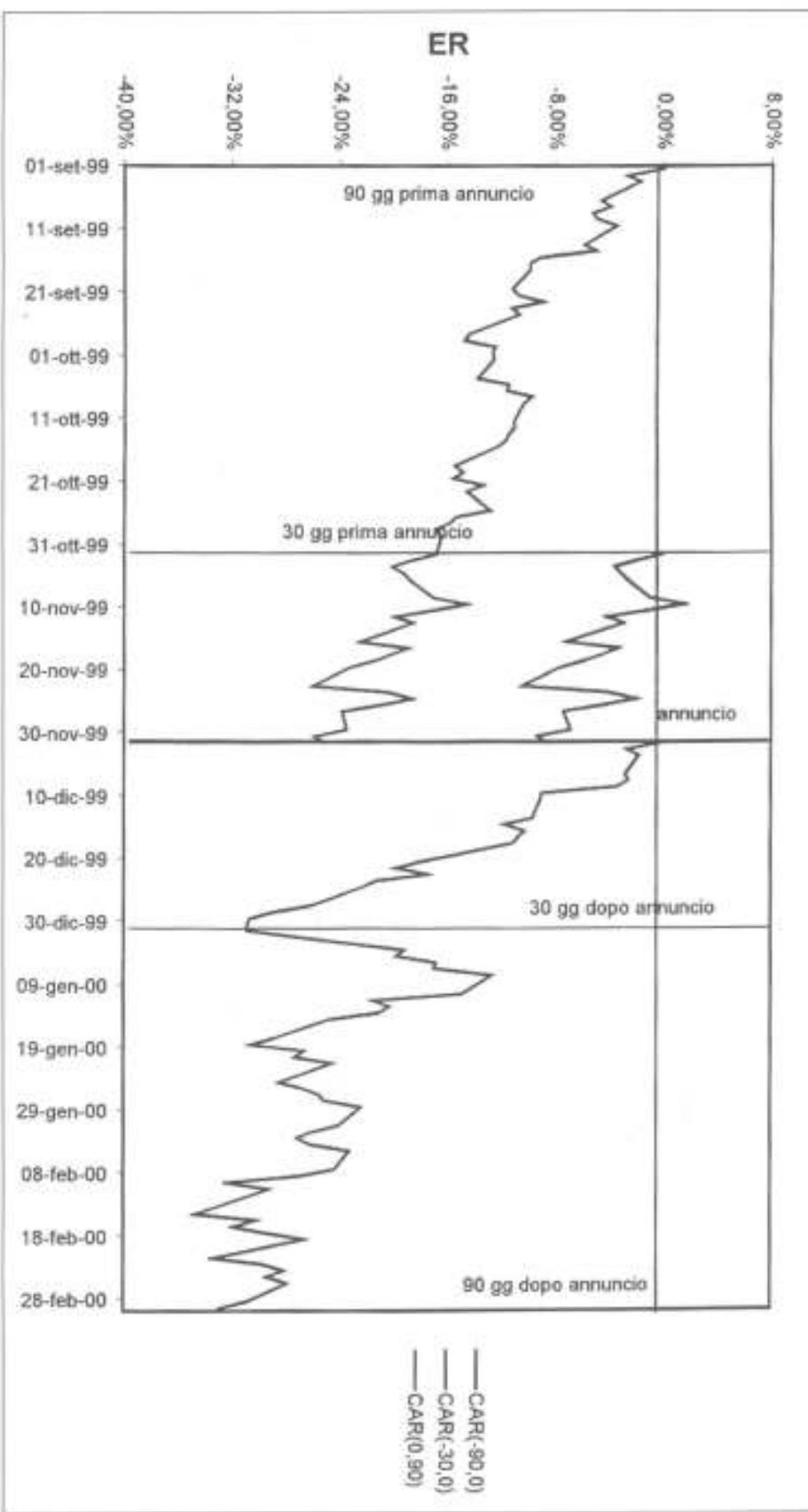
Ercros (1)  
CAR (base 100) pre e post annuncio

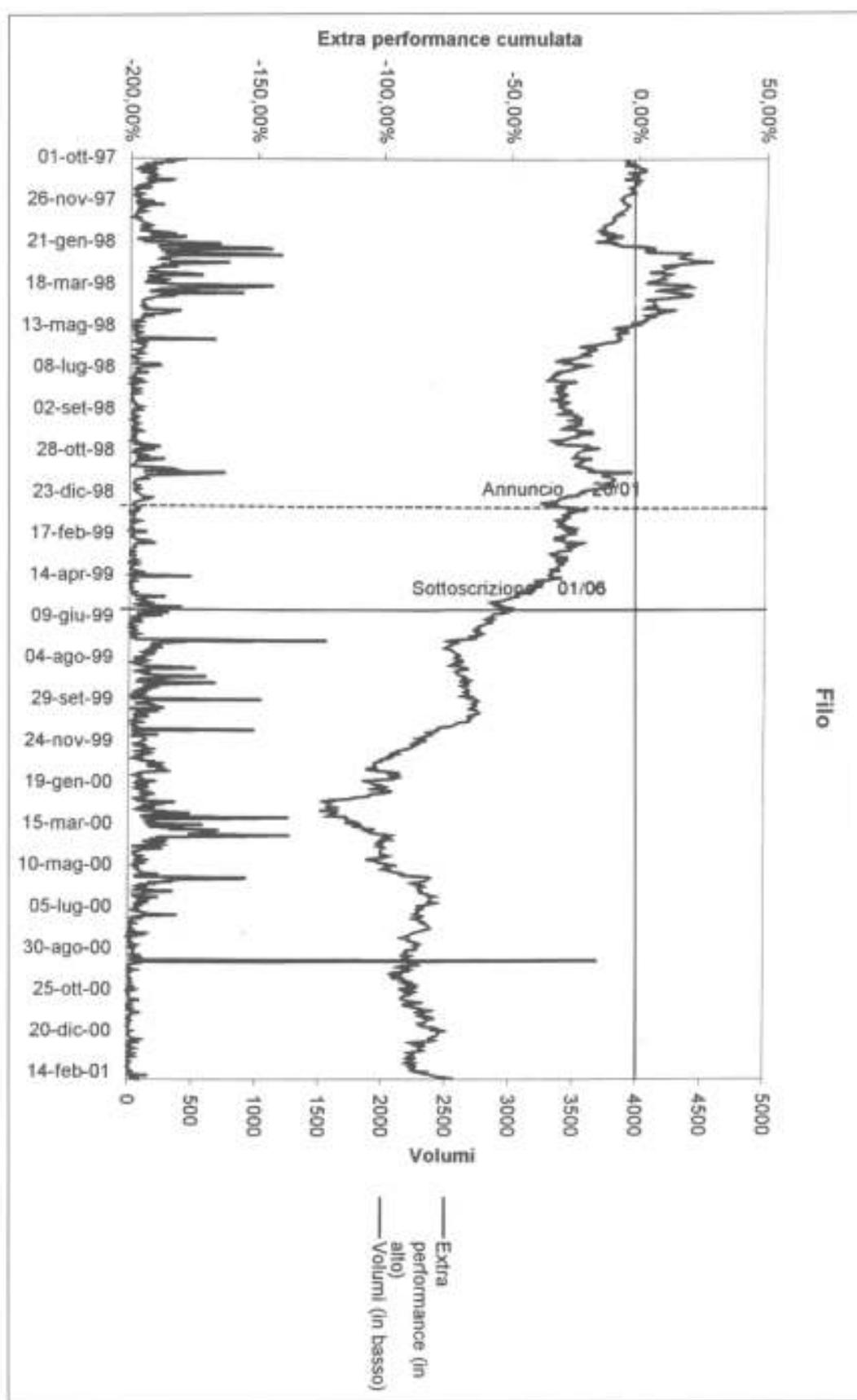


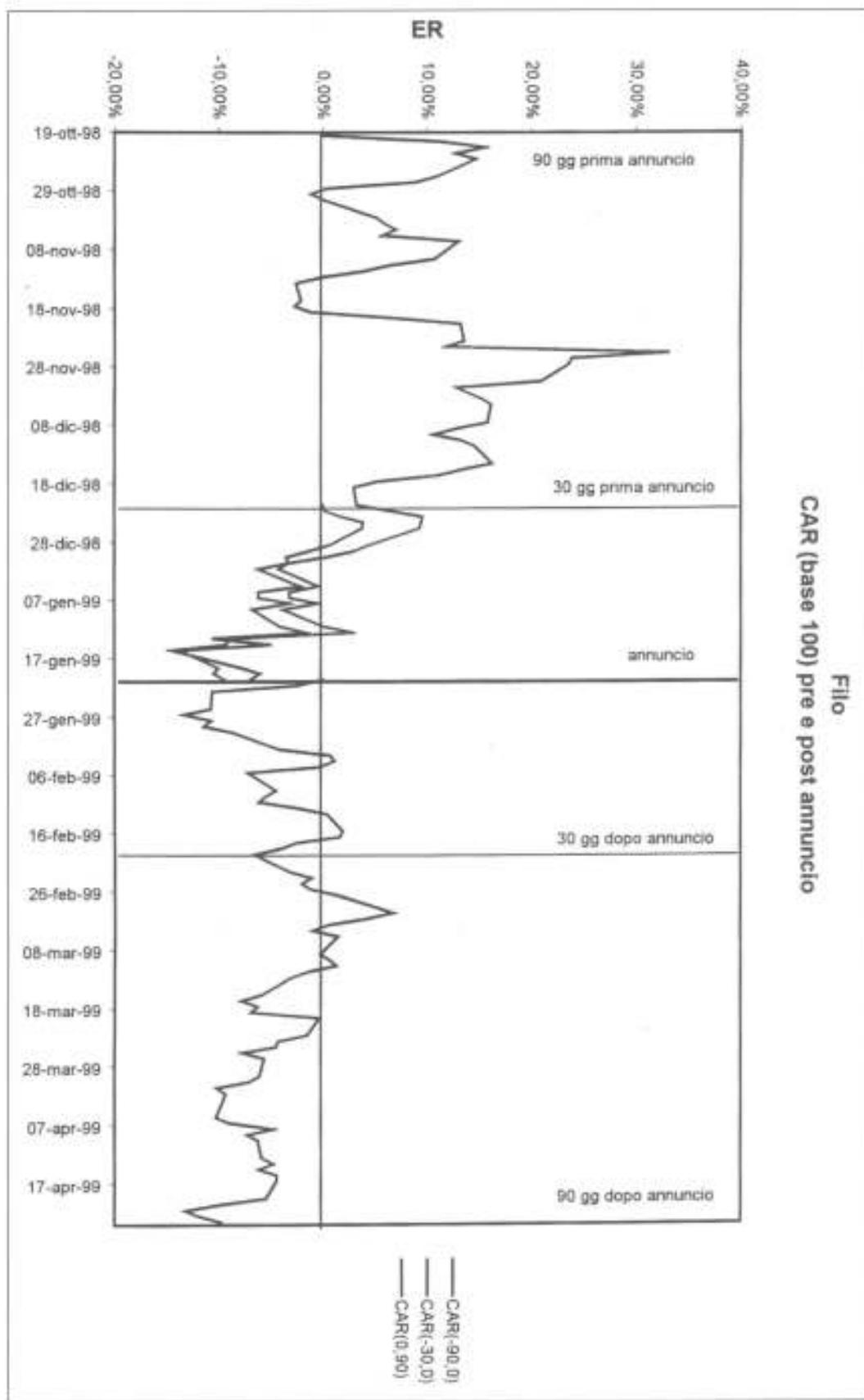
## Ercros (2)



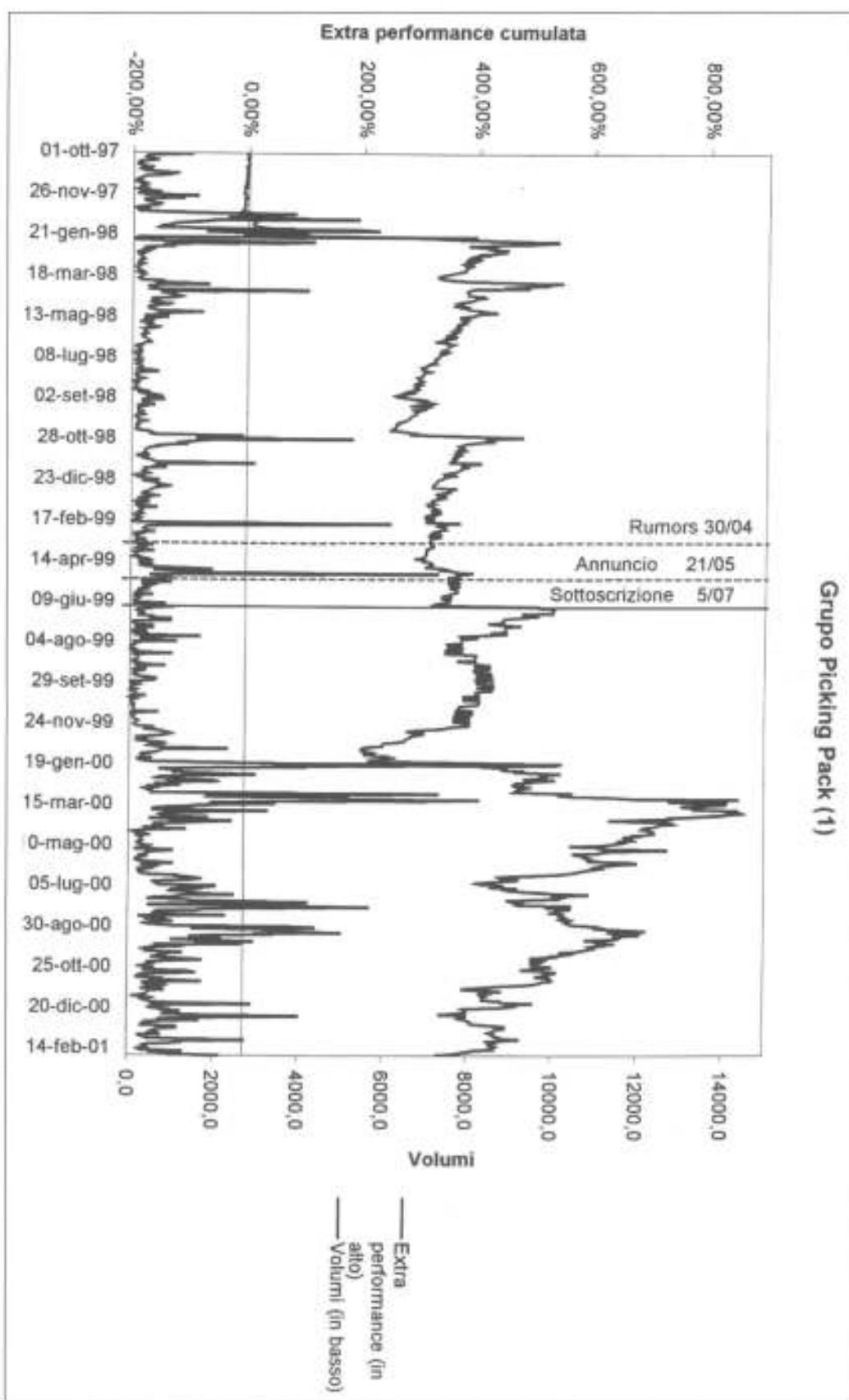
**Ercros (2)**  
**CAR (base100) pre e post annuncio**



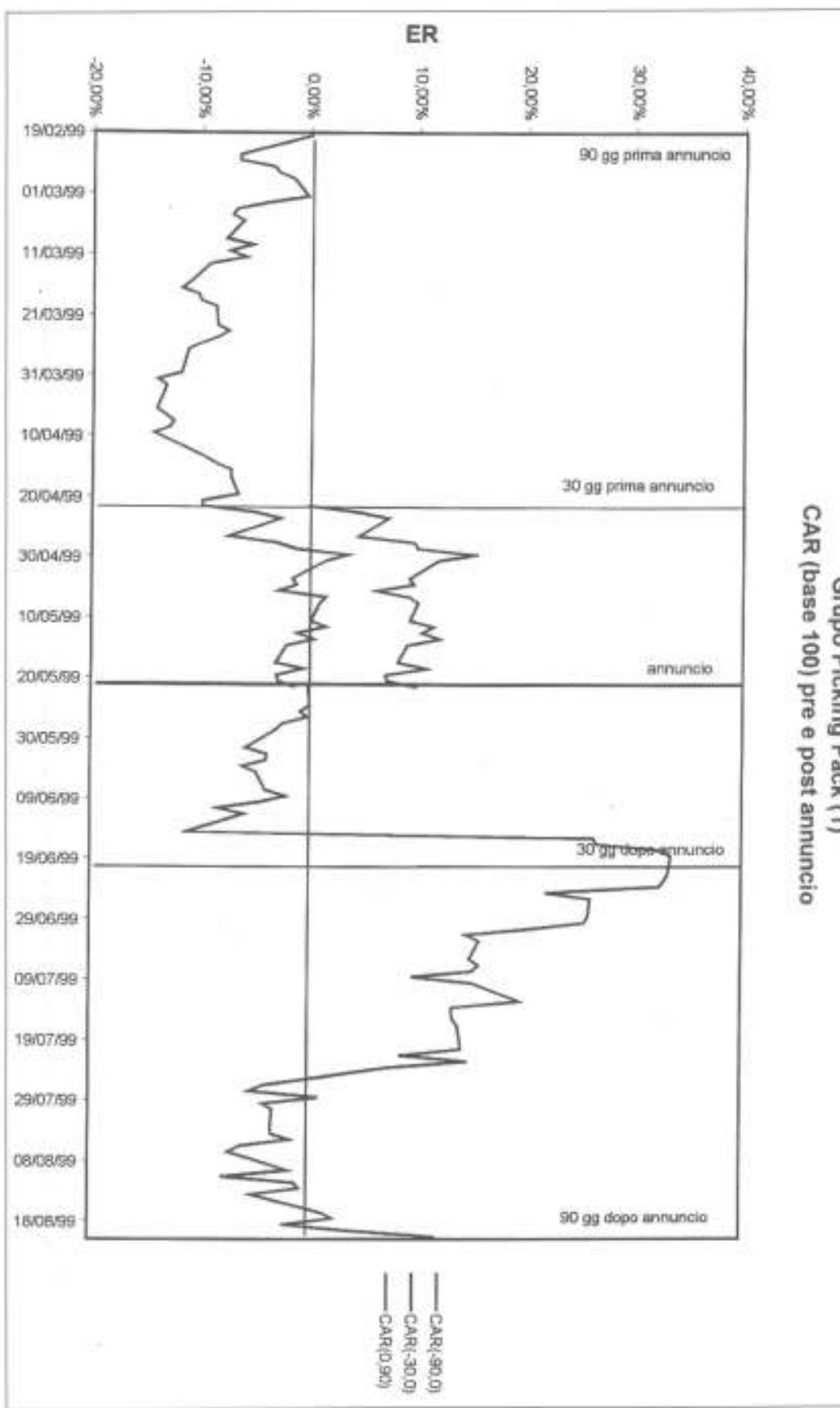




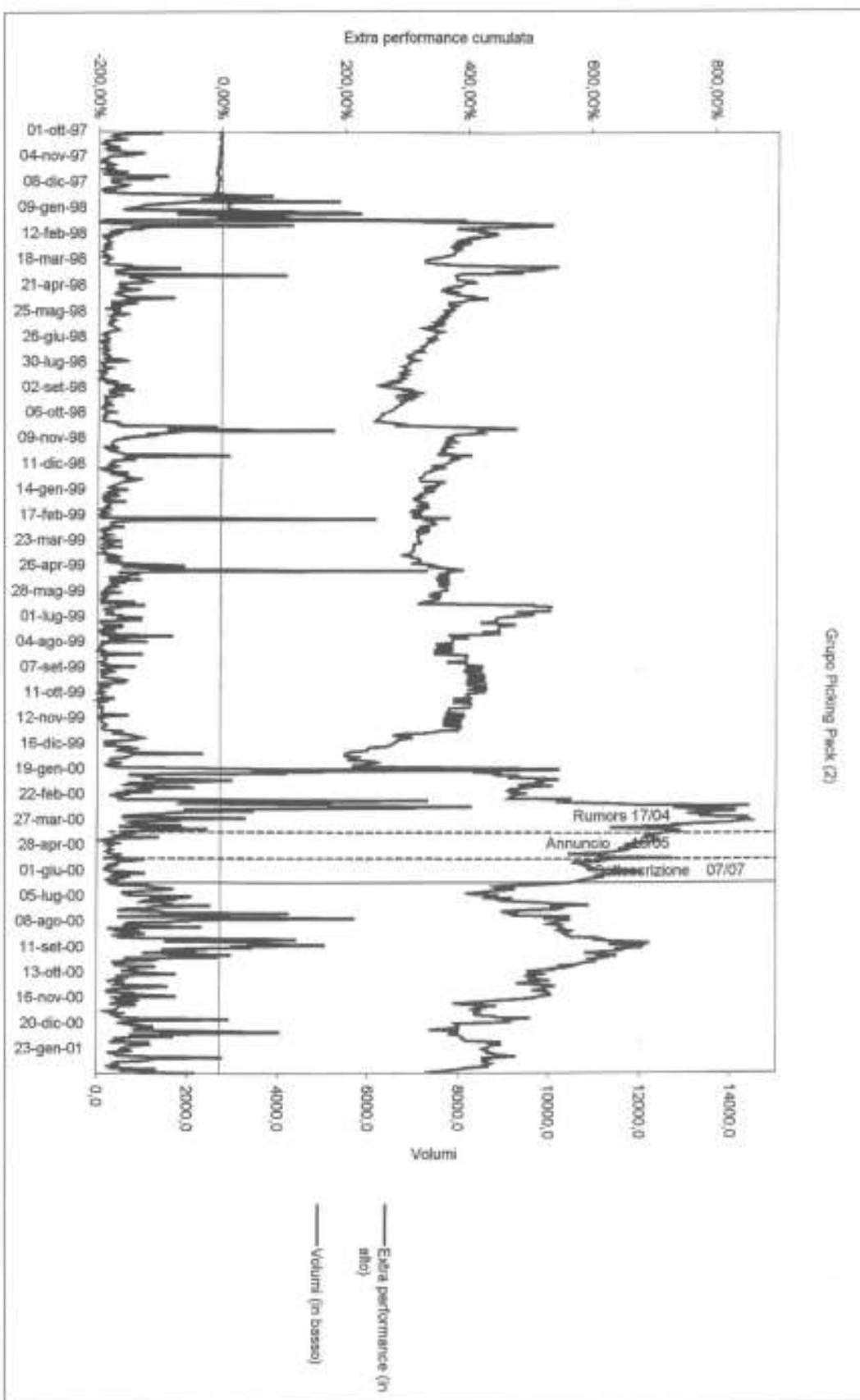
## Gruppo Picking Pack (1)

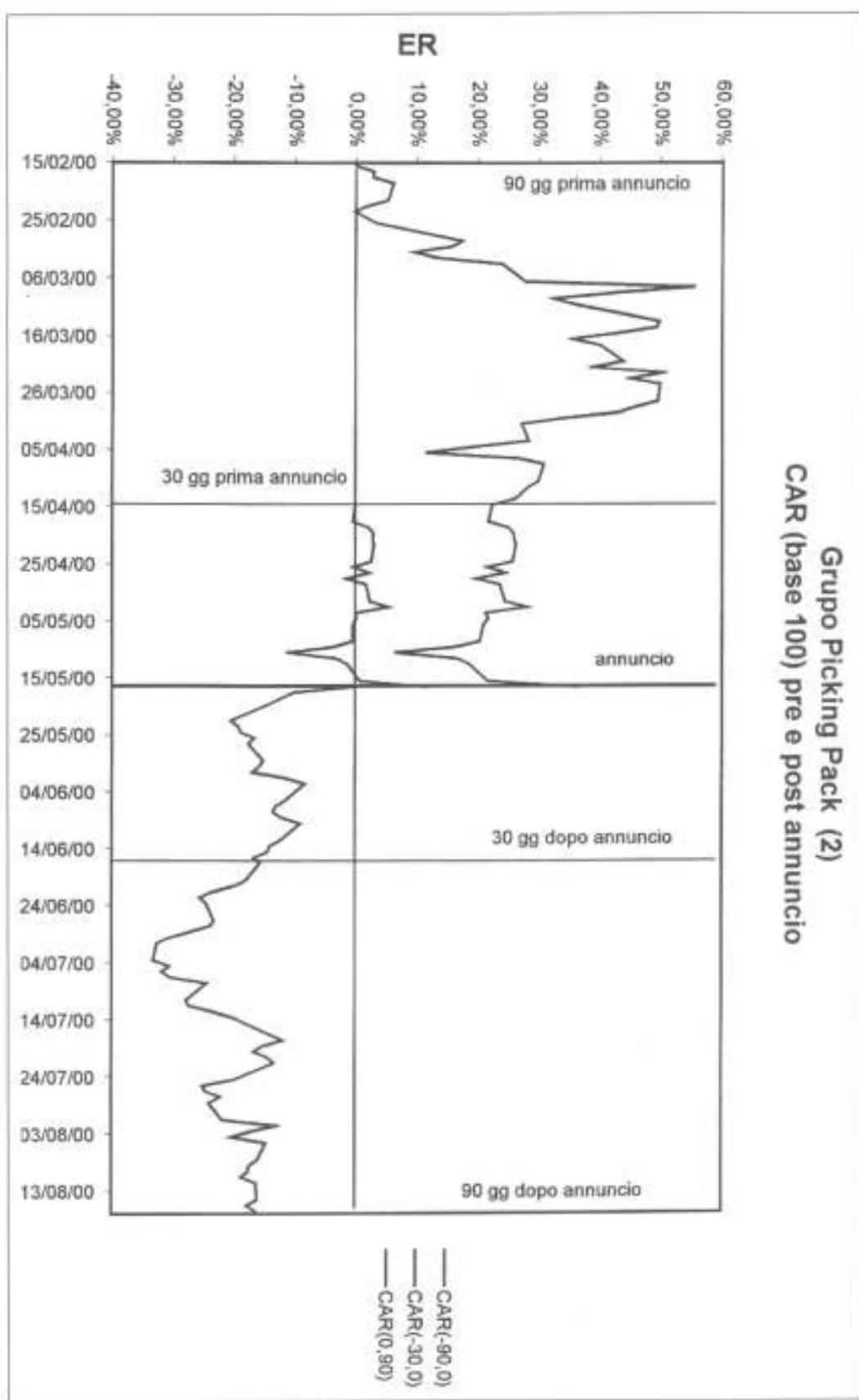


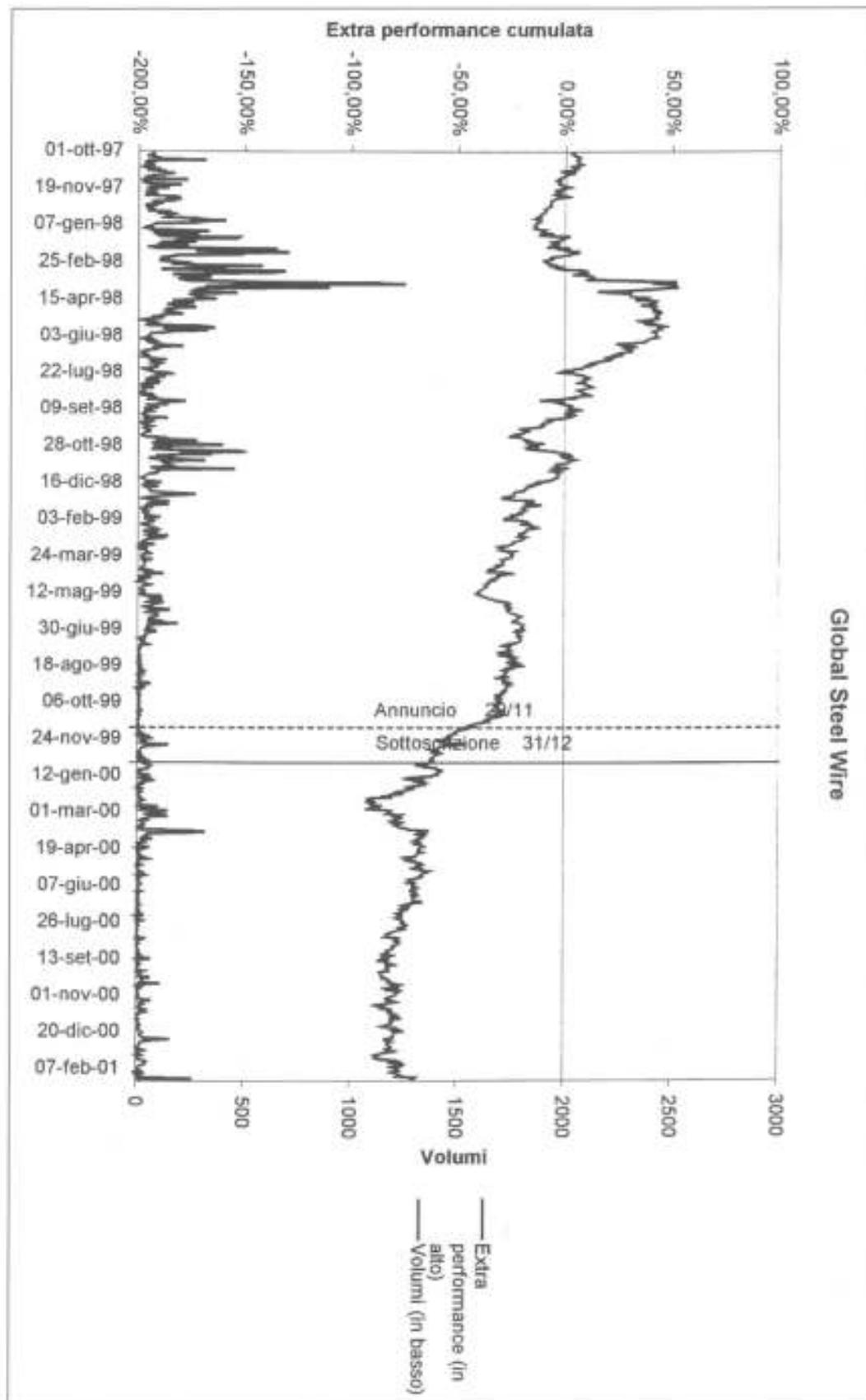
**Gruppo Picking Pack (1)**  
**CAR (base 100) pre e post annuncio**



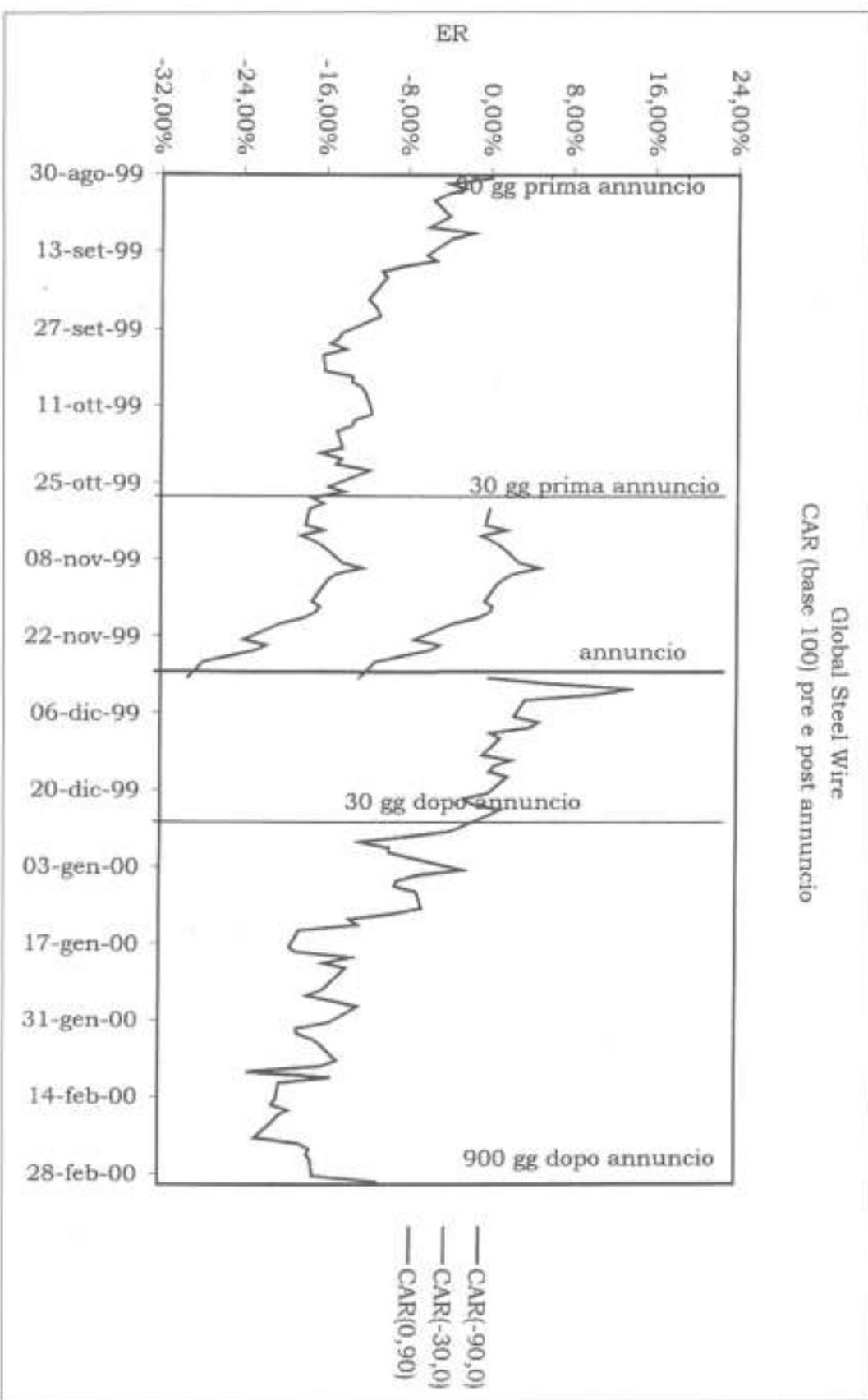
Gruppo Pictet Peck (2)

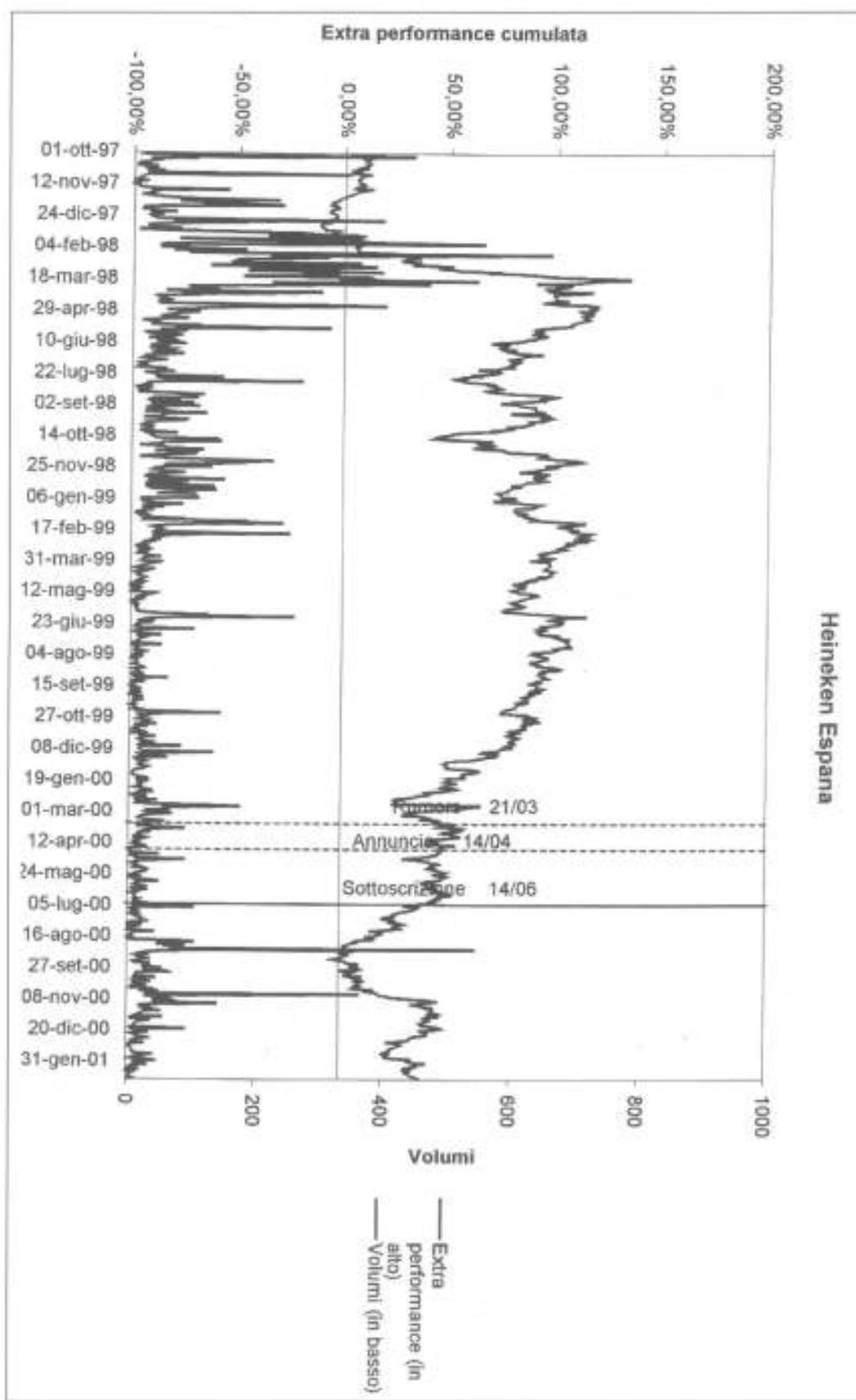






Global Steel Wire  
CAR (base 100) pre e post annuncio





Heineken Espana  
CAR (base 100) pre e post annuncio

