



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea  
magistrale

in Amministrazione,  
Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

# Initial Public Offering: il fenomeno dell'underpricing

**Relatrice**

Ch.ma Prof.ssa Gloria Gardenal

**Correlatore**

Ch. Prof. Ugo Rigoni

**Laureando**

Marco

Bressan

Matricola

851498

**Anno Accademico**

2019 / 2020

## *Ringraziamenti*

Vorrei ringraziare la Prof.ssa Gloria Gardenal, per la conoscenza che mi ha trasmesso durante le lezioni in aula, per avermi scelto come tutor di Finanza Aziendale, e soprattutto per la disponibilità e il supporto dimostratomi durante la stesura della presente tesi.

Un immenso ringraziamento va ai miei genitori, Paola e Valter, che hanno sempre creduto in me, che mi hanno insegnato a dare il massimo in ogni circostanza e a non mollare mai.

## *Indice dei contenuti*

INTRODUZIONE .....	6
CAPITOLO 1: L'Initial Public Offering: caratteristiche e tratti principali	
1.1 Definizione di IPO .....	8
1.2 Le motivazioni alla base di una IPO .....	11
1.3 Quando quotarsi: il timing della IPO .....	16
1.4 Il processo di quotazione.....	23
1.5 I costi afferenti alla quotazione: analisi e considerazioni di tematiche pertinenti.....	29
1.5.1 I costi diretti di una IPO e i soggetti coinvolti.....	29
1.5.2 I costi indiretti di una IPO e le differenti fonti di finanziamento .....	35
1.5.3 I costi successivi alla quotazione .....	42
CAPITOLO 2: Determinazione del prezzo di emissione di una IPO	
2.1 IPO mechanisms .....	46
2.1.1 Book-Building .....	47
2.1.2 Considerazioni sull'efficienza del Book-Building.....	48
2.1.3 Fixed-Price.....	51
2.1.4 Considerazioni sull'efficienza del metodo fixed-price .....	52
2.1.5 Auction .....	54
2.1.6 Considerazioni sull'efficienza delle auctions .....	58
2.2 Il fenomeno dell'underpricing .....	60
2.2.1 Le cause dell'underpricing .....	61
2.3 Green shoe option & over allotment.....	65
CAPITOLO 3: Review della letteratura: l'underpricing nelle IPOs	
3.1 Le teorie alla base della letteratura moderna.....	68
3.2 I signals responsabili dell'underpricing .....	70
3.2.1 La composizione del board: il Top Management Team.....	70
3.2.2 Gli investimenti in Ricerca & Sviluppo e la presenza di brevetti.....	74
3.2.3 L'interesse degli analisti finanziari: la teoria dell'analyst coverage.....	75
3.2.4 L'impatto sulla liquidità del titolo nell'aftermarket .....	78

3.2.5	Il contesto geografico .....	81
3.2.6	L'asimmetria informative come fattore a sé stante .....	84
3.2.7	La centralità del ruolo dell'underwriter .....	88
3.2.8	Le Seasoned Equity Offerings .....	89
3.2.9	L'influenza dell'underpricing sulla long term performance .....	91
CAPITOLO 4: Le IPOs nel mercato italiano tra il 2008 e il 2019: uno studio dell'underpricing e della long run underperformance		
4.1	Premessa.....	96
4.2	Rassegna della letteratura in tema di underpricing delle IPOs, long term underperformance e relazione tra le due anomalie .....	98
4.2.1	Le ipotesi di ricerca.....	102
4.3	Dati e metodologia.....	104
4.3.1	La composizione del campione.....	104
4.3.2	La metodologia di analisi .....	106
4.4	Risultati finali e conclusioni.....	109
4.4.1	Conclusioni in merito all'underpricing .....	110
4.4.2	Conclusioni in merito all'underperformance.....	113
4.4.3	Conclusioni in merito alla relazione tra underpricing e underperformance .....	117
CONCLUSIONE.....		120
BIBLIOGRAFIA.....		123
SITOGRAFIA .....		130

## ***Indice dei grafici***

*Grafico N. 1: “Motives for going public”*

*Grafico N. 2: “Volume mensile delle IPO negli Stati Uniti: Gennaio 1960 – Dicembre 2002”*

*Grafico N. 3: “Ipotesi minima di tempistica per una IPO”*

*Grafico N. 4: “Costi ricorrenti post IPO: spesa media annua”*

*Grafico N. 5: “Composizione del campione di ricerca”*

*Grafico N. 6: “Underpricing medio per settore”*

## ***Indice delle tabelle***

*Tabella N. 1: “Categorie di costo per proventi raccolti con l’IPO” (valori espressi in milioni di dollari)*

*Tabella N.2: “Costi destinati agli underwriters per proventi raccolti con l’IPO” (valori espressi in migliaia di dollari)*

*Tabella N.3: “Costi destinati alla consulenza contabile per proventi raccolti con l’IPO” (valori espressi in migliaia di dollari)*

*Tabella N.4: “Costi destinati alla consulenza legale per proventi raccolti con l’IPO” (valori espressi in migliaia di dollari)*

*Tabella N. 5: “Costi di stampa per proventi raccolti con l’IPO” (valori espressi in migliaia di dollari)*

*Tabella N. 6: “Altri costi per proventi raccolti con l’IPO” (valori espressi in migliaia di dollari)*

*Tabella N. 7: “Rendimenti iniziali suddivisi per tipologia e per anno”*

*Tabella N. 8: “Numero di IPO per settore e per anno”*

*Tabella N. 9: “ABHAR per orizzonte temporale e per anno”*

*Tabella N. 10: “ABHAR per settori con più osservazioni e per orizzonte temporale”*

## *Introduzione*

La presente tesi tratta l'operazione di IPO, acronimo di *Initial Public Offering*, con la quale si identifica il processo attraverso il quale una società si quota nel mercato azionario. Questo tema è stato oggetto di molti studi, a causa dell'entità dell'impatto che questa operazione ha nella vita di un'impresa e a causa della centralità del *topic* nella disciplina di *corporate finance*. Nonostante da molti anni il tema assuma un ruolo di rilievo nella comunità economica, è ad oggi ancora molto attuale. L'interesse nei suoi confronti non si spegne poiché le tematiche correlate al tema dell'IPO sono moltissime, perché l'*equity market* è un mercato in divenire che attrae sempre più società e perché vi sono molti fenomeni particolari che spesso si verificano durante l'operazione. Questi sono conosciuti in letteratura come "anomalie", sulle cui cause ed evidenze non si concorda ancora univocamente, lasciando aperto e vivo il dibattito.

Il presente lavoro è strutturato in quattro capitoli (a cui si aggiungono la presente introduzione e la conclusione finale), di cui di seguito si riportano le tematiche principali.

L'IPO è un'operazione complessa, lunga e costosa e che coinvolge un gran numero di figure professionali. Oltre alla società emittente, vi partecipano le banche di investimento che collocano il titolo (gli *underwriters*), società di revisione e contabilità, avvocati, consulenti finanziari e le istituzioni economiche e di regolamentazione. L'altra e ultima categoria di soggetti coinvolti è rappresentata ovviamente dagli investitori, istituzionali e *retail*, ai quali l'offerta si rivolge. A quelli privati in particolare è riservata una grande attenzione: nel corso degli anni sono state promosse in tutto il mondo delle politiche atte a proteggere questa categoria, che è quella più debole e che necessita di un'informazione il più trasparente possibile. I perché che spingono un'impresa a perseguire la *going public decision* sono molteplici e variano da caso a caso, ma se si dovesse scegliere un denominatore comune sicuramente si farebbe riferimento alla volontà di reperire nuovi capitali. Il mercato azionario rappresenta infatti da sempre un'opportunità per le imprese per intraprendere nuove strategie di crescita, diventando più competitive di prima.

Tutto il processo di quotazione converge in un unico fondamentale valore: il prezzo d'offerta. La determinazione del prezzo di emissione è un procedimento cruciale affinché si realizzi una IPO di successo. L'obiettivo dell'emittente e degli *underwriters* è quello di determinare un prezzo d'offerta che sia quanto più possibile corrispondente al reale valore dell'impresa e di conseguenza al *fair value* delle azioni oggetto dell'offerta. Per determinare il prezzo vi sono

svariati procedimenti, che saranno indicati con il termine di *IPO mechanisms*. I principali che verranno analizzati sono quelli di *book-building*, *auctions* e *fixed-price offerings*. Essi differiscono tra loro per molti aspetti; tra i fattori distintivi principali si riportano il momento e il modo in cui viene fissato il prezzo, le modalità con cui gli investitori possono inviare gli ordini e i modi in cui si possono allocare le azioni.

Come già accennato, vi sono moltissimi studi sulle IPOs. In questa sede ci si è focalizzati principalmente su quelli che hanno analizzato il fenomeno dell'*underpricing*, dato che è uno dei temi centrali della tesi. Viene pertanto presentata una *review* della letteratura che tratta l'argomento, partendo dalle teorie che hanno forgiato la letteratura moderna e arrivando a considerare quelle più recenti. In secondo luogo, è stata inoltre riportata la letteratura di riferimento in merito alla *long run underperformance*.

Riprendendo in considerazione le cosiddette anomalie che caratterizzano le IPOs, quella più studiata tra tutte è sicuramente l'*underpricing*, termine con il quale si identifica il fenomeno che fa registrare un andamento al rialzo del titolo nel primo giorno di negoziazione. Questo è una conseguenza derivante dal fatto che l'emittente e gli *underwriters* sotto prezzano (forse deliberatamente) le emissioni. Inequivocabilmente questo fenomeno identifica un'inefficienza di mercato, che in un'ottica meramente teorica non è accettabile: in un mercato perfettamente efficiente infatti non è contemplata l'azione di "*leave money on the table*". Altra anomalia di rilievo che verrà analizzata nel presente lavoro è la cosiddetta *long run underperformance*, che si riferisce all'andamento del titolo azionario nel lungo periodo. Da molti studi è emerso che le società neo-quotate sembrano registrare dei rendimenti di medio e lungo termine inferiori se confrontati con quelli dell'indice di mercato di riferimento. Nell'ultimo capitolo vengono presentate tre evidenze empiriche, tutte in riferimento al mercato azionario italiano e alle relative IPOs registratesi negli anni tra il 2008 e il 2019 compresi. La prima analisi è stata condotta sull'*underpricing* e si prefigge l'obiettivo principale di verificare se anche nel mercato azionario italiano le quotazioni siano caratterizzate in media da questa anomalia. La seconda ricerca si pone lo scopo di osservare se il campione di titoli analizzati presenta in media *long term underperformance*. La terza ed ultima analisi approfondisce il legame esistente tra le due anomalie, per capire se esiste una qualche correlazione di fondo. Oltre a questi tre obiettivi principali, che ricalcano le tre ipotesi di ricerca empirica, per ognuno dei tre argomenti verranno presentate altre considerazioni scaturenti dall'osservazione dei dati.

# CAPITOLO 1

## L'Initial Public Offering: caratteristiche e tratti principali

### 1.1 Definizione di IPO

IPO, acronimo di *Initial Public Offering*, ovvero Offerta Pubblica Iniziale, è la prima emissione di azioni di una società al pubblico. “L'offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato”<sup>1</sup>. Ciò significa che la società passa dall'essere privata a quotata, poiché i suoi titoli azionari diventano soggetti a sottoscrizione pubblica. Essendo l'IPO rivolta ad una generalità indistinta di investitori è quindi una forma di sollecitazione all'investimento.

Si può configurare come Offerta Pubblica di Vendita (OPV) oppure come Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), o può avere entrambe le caratteristiche (OPVS); ciò che fa assumere però la connotazione di IPO ad entrambe le modalità è che siano finalizzate all'ammissione alla quotazione. La prima delle due è una “offerta proposta da uno o più azionisti di una società che cedono totalmente o in parte le azioni possedute [...] con l'intento di allargare o comunque di modificare la propria compagine sociale”<sup>2</sup>. L'OPS invece è una “operazione con cui una società invita una o più categorie di investitori a sottoscrivere azioni di nuova emissione [...] nate a seguito di un'operazione di aumento di capitale”<sup>3</sup>.

È un'operazione complessa, sia per quanto riguarda gli adempimenti procedurali necessari per essere attuata e le interazioni tra i soggetti partecipanti alla quotazione, sia per quanto riguarda la natura dell'operazione in sé. In merito all'aspetto procedurale, questo ha una durata che varia da caso a caso, ma che in linea di massima si aggira tra i sei mesi e i due anni nei casi più complessi. Questa tempistica non considera la fase di preparazione iniziale precedente alla procedura vera e propria, che anch'essa varia da caso a caso ma che solitamente è compresa tra i 6 e i 12 mesi. In definitiva, quindi, il periodo totale per una IPO varia da un anno a due.

Il processo ha inizio con la comunicazione da parte del futuro emittente della volontà di quotarsi all'autorità competente: in Italia è la CONSOB, la Commissione Nazionale per le Società e la

---

<sup>1</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html?lang=it>

<sup>2</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita.html>

<sup>3</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html>



Borsa. L'operazione viene quindi definita fin da subito nei minimi dettagli, descrivendone le caratteristiche e indicando ogni soggetto partecipante e il ruolo assunto dallo stesso. Nel corso degli anni l'impostazione burocratica della procedura è mutata considerevolmente per far sì che si raggiungesse una maggiore chiarezza e trasparenza nei confronti del pubblico; emblema di ciò è il Prospetto Informativo, il documento con il quale la società divulga tutto il materiale informativo necessario affinché gli investitori possano fare una scelta consapevole sull'acquisto dei titoli azionari. Se la domanda di ammissione alla quotazione viene accolta dall'organo competente, dopo gli ultimi preparativi, la società viene ammessa in borsa.

I soggetti che partecipano all'IPO sono numerosi e tra i principali distinguiamo la società emittente, il *global coordinator*, lo *specialist*, lo sponsor, il *capital market advisor*, i legali, l'*advisor* finanziario, i revisori e il consorzio di collocamento

Il *global coordinator* è un "intermediario che in un'operazione di collocamento assume compiti di coordinamento e di consulenza"<sup>4</sup>, è spesso una banca d'investimento. "La sua attività comincia con uno studio relativo alla fattibilità dell'operazione e poi con la due diligence. Dovrà inoltre gestire i rapporti con Borsa italiana e Consob. Si dovrà occupare della costituzione dei consorzi di collocamento e garanzia, del prospetto informativo, dei *road shows*, del *book-building*, della determinazione del prezzo e della sua stabilizzazione nel periodo successivo alla quotazione."<sup>5</sup> Lo *specialist* "è un intermediario che svolge funzioni di market making, impegnandosi a sostenere la liquidità di uno o più titoli azionari mediante l'esposizione continua di proposte di acquisto e di vendita"<sup>6</sup>. Oltre a sostenere la liquidità, gestisce il *book* istituzionale degli ordini, adempie ad una funzione informativa verso il pubblico pubblicizzando le società con analisi finanziarie periodiche e promuove incontri tra la società e la comunità finanziaria.

Lo sponsor è un "intermediario cui spetta il compito di accompagnare una società emittente nell'iter di quotazione, garantirne l'affidabilità del business plan e agevolare i contatti con analisti e investitori"<sup>7</sup>; è quindi più orientato al lato marketing dell'operazione.

Il *capital market advisor*, o più semplicemente *advisor*, svolge un ruolo di assistenza verso la società nel processo di scelta dei soggetti che intervengono nell'IPO e gestisce il lavoro degli stessi durante la fase di preparazione alla quotazione.

I legali si assicurano che vengano rispettati gli adempimenti necessari affinché l'operazione sia disposta in conformità a quanto previsto dalla legge.

---

<sup>4</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/global-coordinator.html?lang=it>

<sup>5</sup> <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/global-coordinator.html>

<sup>6</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/specialist.html?lang=it>

<sup>7</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/sponsor.html?lang=it>

L'*advisor* finanziario offre una consulenza mirata circa la struttura finanziaria della società.

I revisori legali dei conti offrono un'analisi dei documenti contabili della società e si assicurano che la stessa risulti in conformità con gli adempimenti richiesti dalla legge da un punto di vista contabile.

Il consorzio di collocamento è composto da tutti gli intermediari – solitamente banche d'investimento – che partecipano al collocamento delle azioni sul mercato. Si regge su un patto consortile, contratto nel quale sono esplicitati gli impegni di garanzia e le condizioni economiche da rispettare. Il consorzio è guidato dal *lead manager* o, nel caso ve ne sia più di uno, dai *co-lead manager*; solitamente questi soggetti assumono la qualifica anche di *bookrunners* e *underwriters*.

È possibile che un soggetto svolga contemporaneamente più di un ruolo tra quelli sopra elencati, ad esempio non è raro che la banca d'investimento che opera in qualità di *global coordinator*, assuma anche il ruolo di *lead manager*, *bookrunner*, *underwriter* e sponsor.

Vi sono anche molti altri soggetti che svolgono invece ruoli più marginali, di cui si parlerà più avanti nel presente capitolo.

I motivi per i quali una società decide di quotarsi in borsa variano a seconda del contesto e della visione riguardo le IPO dei vari *manager* componenti gli alti ranghi aziendali, ma per nominarne alcuni tra i più comuni vi sono il prestigio ottenuto dal fatto che l'azienda sia quotata in un mercato regolamentato, lo stabilire un prezzo di mercato della società, il far sì che i titoli azionari diventino una valuta da utilizzare in futuro per acquisizioni o altre operazioni, il creare un nuovo canale per reperire capitali e per disinvestire monetizzando l'investimento nel capitale di rischio. Ovviamente non ci sono solo fattori positivi: le società che decidono di quotarsi in borsa devono fronteggiare alcuni costi rilevanti, non solo di tipo monetario. Tra i costi monetari incidono molto le percentuali dovute ai membri del consorzio di collocamento, le parcelle di avvocati e revisori, i costi di registrazione e tutti quei costi che periodicamente la società dovrà sostenere una volta quotata. In riferimento invece a costi di natura non monetaria uno dei principali è rappresentato dalla perdita di segretezza: per sottostare alle severe norme che hanno come obiettivo ultimo il garantire un'elevata trasparenza agli investitori, la società non può esimersi dal comunicare tutti i dati sensibili interni, come strategie di mercato, clienti, fornitori, ecc. Un altro costo che si verifica quasi sempre nelle IPOs è quello dell'*underpricing*, il quale sussiste ogni qualvolta che il prezzo d'offerta è al di sotto del *fair value* riconosciuto dal mercato. L'evidenza di questo particolare fenomeno sussiste quando il valore per azione a fine giornata nel primo giorno di negoziazione, risulta essere più alto rispetto a quello di offerta.

Questo costo interessa direttamente l'emittente, in quanto si traduce per esso in un costo opportunità, ovvero ad un mancato guadagno pari al valore assoluto dell'*underpricing*. Infatti, ipoteticamente parlando, se l'emittente avesse emesso le azioni al prezzo negoziato a fine della prima giornata, avrebbe ricavato dall'IPO un ammontare di proventi più elevato, invece a causa dell'*underpricing* si ritrova ad aver lasciato buona parte dei proventi "sul tavolo". Da qui la famosa espressione anglosassone associata a questo fenomeno: "*leave money on the table*". Essendo un concetto cardine nell'impostazione dell'analisi empirica, lo stesso verrà approfondito in più di un'occasione nei capitoli successivi.

Da ultimo, ma non per importanza, un altro fattore rilevante come costo non monetario è il tempo da impiegare durante il processo, che come già accennato è molto lungo e complesso.

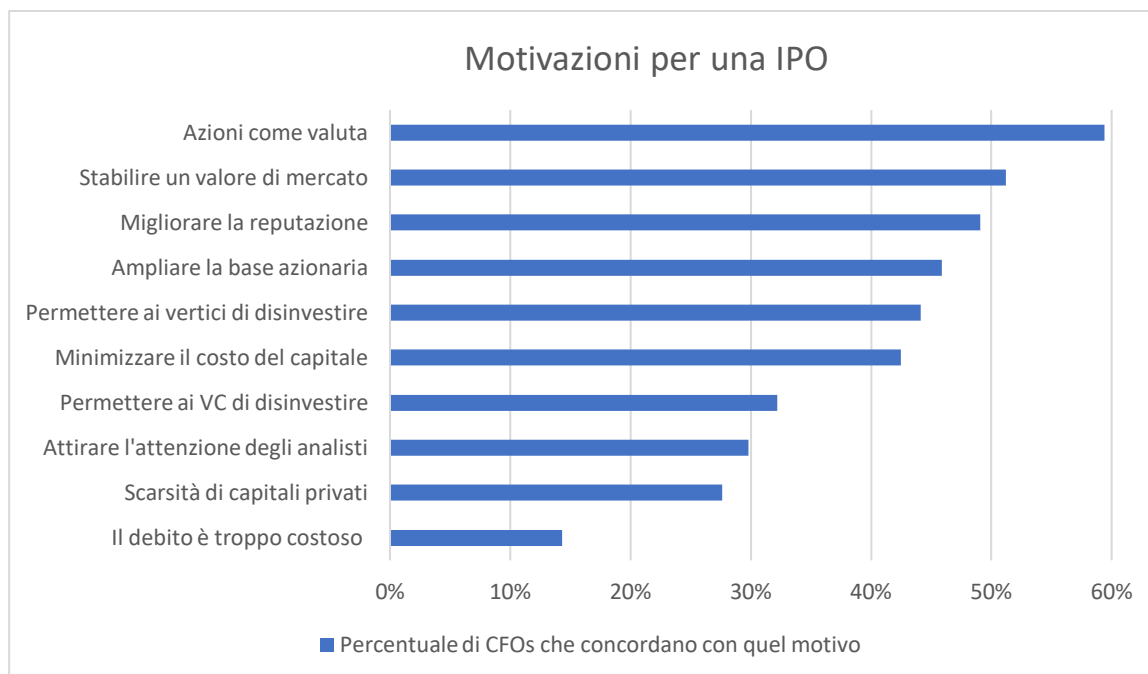
In aggiunta a tutto ciò è rilevante sottolineare che IPO non è sinonimo di successo e quindi va considerato anche il rischio che la prima emissione risulti essere un flop o che nel periodo successivo alla quotazione il valore delle azioni precipiti o si assesti al di sotto del prezzo di emissione. Storicamente parlando, infatti, si può facilmente constatare che questo rischio non rappresenti un'ipotesi rara. A titolo d'esempio si citano due recenti IPOs che si sono rivelate fallimentari: quella di Uber (Uber Technologies Inc) del 2019, che per i primi mesi di quotazione ha mantenuto pressoché il valore d'emissione ma poi si è assestata ben al di sotto di quel valore, e quella di Lift (Lift & Co Corp) del 2017, che dopo il primo anno e mezzo di oscillazioni intorno al valore d'emissione ha iniziato a precipitare, avendo perso ad oggi la quasi la totalità della capitalizzazione azionaria.

## **1.2 Le motivazioni alla base di una IPO**

Le motivazioni che spingono una società a quotarsi in borsa possono essere molte e possono dipendere da diversi fattori, quali ad esempio il settore in cui essa opera, il momento storico e il relativo andamento dei mercati azionari, la visione del *top management* e molti altri. Statisticamente parlando, però, vi sono dei motivi che sono più frequentemente condivisi di altri: il Grafico 1 di seguito proposto evidenzia quali sono le motivazioni principali riportate da uno studio condotto nel 2006 da J. C. Brau & S. E. Fawcett che ha sottoposto un questionario a 336 CFO. Di questi, 87 appartenevano a società che hanno completato con successo una IPO nel periodo tra gennaio 2000 e dicembre 2002, 37 di essi appartenevano invece a società che nello stesso periodo stavano per quotarsi ma che poi hanno ritirato l'offerta, e i rimanenti 212

CFO dirigevano società che sempre nello stesso periodo erano di dimensioni tali da poter procedere con la quotazione ma che hanno scelto di rimanere private.

Grafico N. 1: “Motives for going public”<sup>8</sup>



I motivi individuati nel grafico verranno di seguito analizzati singolarmente.

Il motivo che più è stato condiviso dai CFO per procedere con una IPO è quello secondo cui, una volta quotata, la società può utilizzare le proprie azioni come se fossero una valuta. Avendo infatti un valore sul mercato azionario e potendo essere rivendute facilmente essendo titoli caratterizzati da un'elevata liquidità, spesso le società utilizzano i propri titoli azionari per acquisire altre società o rami di essa. Questo consente alla società quotata di entrare quindi nel mercato delle M&A. È infatti oramai una pratica consolidata quella di chiudere operazioni straordinarie pagando la transazione con le proprie azioni date in concambio. Questo costituisce un grande vantaggio perché l'acquirente (prendendo come esempio un'acquisizione societaria) non ha bisogno di liquidità per completare la transazione, ponendolo quindi rispetto ad un altro potenziale acquirente in una posizione di vantaggio, dato che le cifre che solitamente sono necessarie per acquisire una società sono molto elevate. L'acquisita dal canto suo, ricevendo come contropartita per l'operazione le azioni dell'acquirente, può entrare nella gestione

<sup>8</sup> “Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications”, J. C. Brau & S. E. Fawcett, “Journal of Applied Corporate Finance”, VOL 18 N 3: 107-117, June 2006

dell'acquirente grazie ai diritti integrati nei titoli azionari ed è comunque in grado in un secondo momento di monetizzare la sua partecipazione, oppure può direttamente rivenderla in toto nel caso il suo obiettivo sia quello di ottenere liquidità o nel caso semplicemente non sia interessata al possedere una partecipazione nell'acquirente.

Altra motivazione che spesso spinge il *top management* a quotare la società è quello di stabilirne un valore. Perché ogni società tramite una valutazione analitica può giungere ad una stima del suo valore, ma questo non ha la stessa valenza del valore rappresentato dalla capitalizzazione di borsa dell'azienda quotata: quest'ultimo è infatti un valore che è riconosciuto dal mercato, un valore reale quindi e, secondo una logica di efficienza perfetta di mercato, un valore esatto.

Sicuramente una società che si quota sul mercato azionario accresce la sua reputazione e con essa la sua visibilità. L'IPO mette infatti l'impresa sotto i riflettori dei media, della Borsa, degli analisti e in generale della comunità degli investitori. L'interesse che viene a crearsi è pressoché immediato e reale. Ovviamente tutto ciò ha delle ripercussioni positive sull'intera azienda e in generale sul complesso degli stakeholder. Infatti, nonostante non sia dimostrabile scientificamente, è credenza comune che una società quotata in borsa sia percepita come più affidabile e sicura rispetto alle società private. Le severe norme e regolamenti che disciplinano sia il processo di quotazione sia il periodo successivo all'IPO, tutte aventi come denominatore comune una trasparenza nella gestione aziendale a vantaggio del mercato, riducono considerevolmente l'asimmetria informativa che invece persiste tra società private e mercato. Ciò, se da un lato implica dei costi per rispettare questi regolamenti stringenti, dall'altro aumenta la trasparenza e quindi la fiducia rivolta verso l'impresa. Il prestigio, inoltre, si ripercuote anche sul versante del capitale umano della società, infatti, avendo essa più visibilità, attrarrà più dipendenti e potrà conseguentemente permettersi una selezione più mirata dei candidati.

Altro motivo invece è individuabile nella volontà di allargare la proprietà aziendale, in modo da favorire l'ingresso di nuovi azionisti di minoranza. Solitamente questi coincidono con investitori istituzionali interessati a detenere una partecipazione nella quotata e a contribuire attivamente alla gestione dell'impresa.

Una IPO può anche essere un'opportunità per disinvestire, sia per i vertici aziendali sia per i fondi che hanno seguito lo sviluppo della società. È il caso dei fondi venture capital e private

equity che vogliono uscire dalla società in quanto spesso la quotazione è da questi concepita come la fine della collaborazione tra fondo e impresa. Infatti, è uno dei momenti migliori per i fondi per realizzare il cosiddetto cash out dalla società, perfezionando la loro exit strategy. Ma a disinvestire spesso sono anche i soci fondatori, che vendendo in toto o in parte le loro partecipazioni azionarie monetizzano il loro guadagno che fino a quel momento era “virtuale”. Caso meno frequente è quello del socio o dei soci che vogliono uscire dalla società e che sfruttano la quotazione iniziale come momento per disinvestire.

Uno dei motivi principali che spinge una società alla quotazione è il fatto che grazie ad una IPO vengono raccolti ingenti quantità di capitali, i quali possono essere utilizzati per le più disparate esigenze, che comunque sono riconducibili con l’obiettivo di finanziare la crescita interna dell’azienda attraverso nuovi investimenti e con lo scopo di finanziare la crescita esterna aziendale. Caratteristica degna di nota dei capitali raccolti con le IPOs è che, a differenza dei capitali a debito, non devono essere rimborsati. Questo fa sì che l’emissione azionaria (anche successiva alla quotazione iniziale) spesso possa costituire anche un canale alternativo per reperire liquidità. Alternativo poiché esso non è superiore alle altre modalità, infatti a seconda della situazione propria di un’impresa potrebbe essere più conveniente ad esempio ricorrere a un capitale raccolto tramite debito (emissione di obbligazioni, prestito da una banca, etc.) o tramite *private equity*.

Passando da un punto di vista qualitativo ad uno quantitativo, una IPO è sicuramente un canale attraverso il quale raccogliere molto denaro. Certamente la quantità dipende dal prezzo ad azione moltiplicato per il numero di azioni emesse al pubblico, quindi queste variabili variando di volta in volta non permettono di parlare di una media di capitale raccolto, ma il suddetto è comunque praticamente sempre considerevole. A titolo d’esempio si cita un articolo di La Repubblica Economia & Finanza: “Alibaba, IPO record. Vale oltre 230 miliardi di dollari” del 19 settembre 2014, il quale afferma che “Con l’offerta iniziale Alibaba è riuscita a raccogliere 21,77 miliardi di dollari. Includendo il possibile esercizio delle opzioni, la raccolta sale a 25 miliardi di dollari”<sup>9</sup>. Quella di Alibaba non è di certo una quotazione nella norma, ma aiuta il lettore a capire che in ogni caso non si parla solitamente di un paio di milioni. Alle volte la quotazione è altresì concepita come uno strumento per ridefinire la struttura finanziaria della società, tramite una riduzione dell’indebitamento compensato dal reperimento di capitale di rischio. Questo solitamente si traduce in una riduzione del costo nel reperire il capitale per

---

<sup>9</sup> [https://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/09/19/news/alibaba\\_ipo-96119320/](https://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/09/19/news/alibaba_ipo-96119320/)

l'impresa quotata e in una maggiore stabilità finanziaria della stessa come diretta conseguenza della riduzione del valore assoluto della posizione debitoria.

Inoltre, la ridefinizione della struttura finanziaria unita al miglioramento della reputazione della società “dà a un'azienda maggiori capacità di raccogliere ulteriore denaro. Per esempio, le banche sono più disponibili a prestare denaro ed estendere il credito a società quotate in borsa. E le azioni possono essere usate a garanzia di prestiti, una pratica utilizzata da Lawrence Ellison, il fondatore di Oracle, nei primi anni di attività della società”<sup>10</sup>.

Sempre in riferimento all'aumento di notorietà della società una volta che questa si è quotata, una delle dirette implicazioni è che si attrae l'attenzione degli analisti. Una loro pubblicità positiva può avere un impatto veramente importante sull'IPO e anche sulla performance azionaria di medio e lungo termine. Infatti, il parere degli analisti gioca un ruolo fondamentale nel sollecitare indirettamente il mercato a comprare i titoli, se ovviamente la pubblicità è positiva. Un interesse costante da parte loro verso la società può essere considerato alla stregua di una garanzia per la capitalizzazione della società nella long run.

Per quanto concerne invece la difficoltà nel reperimento di capitali privati e soprattutto per il caso in cui il debito sia diventato troppo costoso, non risulta necessario un dettaglio in quanto queste motivazioni sono statisticamente non rilevanti.

A completezza delle motivazioni che possono spingere una società alla quotazione, verranno invece di seguito analizzate altre motivazioni che non compaiono nel Grafico 1, ma ritenute comunque degne di nota.

Una di esse è che il fatto di essere una società quotata può poi avere dei risvolti positivi anche da un punto di vista retributivo per i dipendenti. Si pensi a tutte le forme di retribuzione che possono essere proposte sfruttando i titoli azionari come i piani pensionistici a lungo termine, gli incentivi per il *top management* e le retribuzioni tramite *stock option*. Per i dipendenti questi possono rappresentare un tipo di bonus molto ambito, mentre dal punto di vista della società il fatto di elargire bonus di questa tipologia consente specularmente di risparmiare liquidità che altre aziende utilizzano per bonus classici di tipo monetario, e consente inoltre di assicurarsi una fiducia del dipendente nel medio e lungo termine: a titolo d'esempio i piani pensionistici mettono le cosiddette “manette d'oro” ai dipendenti migliori. Questo è un efficace strumento

---

<sup>10</sup> “Investire negli IPO”, Tom Taulli, Bloomberg Investimenti - EGEA, 2000, pag.15

di controllo sul personale che molte aziende quotate utilizzano, dato che, facendo leva sulla motivazione dei dipendenti, va ad allineare gli obiettivi aziendali a quelli dei *manager*.

Con la quotazione si espande anche la rete delle relazioni aziendali, come naturale conseguenza all'obbligo di comunicazione periodica chiara e trasparente verso il pubblico. Questo obbligo diventa uno strumento attraverso il quale indirettamente l'impresa mantiene aggiornata la comunità finanziaria sulla sua situazione economica, in modo che potenziali investitori e in generale nuovi stakeholder possano sviluppare nuove collaborazioni con la stessa. Questa comunicazione periodica al quale l'impresa quotata deve sottostare inoltre rende trasparenti gli obiettivi aziendali e visibili i risultati del *management*.

Inoltre, in alcuni Stati conseguire un'IPO comporta dei vantaggi fiscali. In Italia le società che si quotano attraverso un aumento di capitale beneficiano, per i tre periodi d'imposta successivi alla quotazione, di un'aliquota Irpeg ridotta su parte del reddito imponibile, nell'ambito del sistema di tassazione DIT (ovvero "Dual Income Taxation", facente capo al D. Lgs. n. 466 della riforma del 1997).

### **1.3 Quando quotarsi: il timing della IPO**

Altro tema di fondamentale importanza da analizzare per avere una completa visione della prospettiva delle aziende che intendono quotarsi, è soffermarsi sul quando sia meglio perfezionare una IPO per un'impresa. Questo perché una IPO può essere strutturata nella maniera più efficiente possibile, può avere un prezzo equo di emissione, agenti che la supportano che ne minimizzano i costi, ma se manca il timing, se è sbagliato il momento in cui si effettua la quotazione, questo da solo può bastare perché il tutto si traduca in un fallimento. Il timing è una variabile chiave e può essere inteso fondamentalmente in due modi a livello concettuale: timing nel ciclo di vita dell'impresa e timing relativo alle condizioni di mercato. Il primo si può definire come un "timing interno", che va identificato confrontando la situazione attuale di un'impresa con il suo ciclo di vita, ovvero chiedendosi se quella fase in cui l'impresa si trovi oggi sia il momento migliore nel quale quotare la società, oppure se sia opportuno aspettare una nuova fase. L'individuazione del timing interno è fortemente soggettiva e quindi



non esistono delle regole univoche da applicare. Ergo non verrà analizzato sotto questa accezione, bensì sotto quella di timing relativo alle condizioni di mercato.

Il secondo timing si riferisce invece a un contesto esterno all'impresa, e quindi risulta molto più difficile da rispettare, perché essendo esterno alla stessa rappresenta una variabile esogena, quindi non sotto il diretto controllo della società. Sebbene non esista un modo per centrare neanche quello che è stato poc'anzi definito come timing "interno", quello "esterno" è sicuramente più difficile da ottenere, perché il momento migliore relativo alle condizioni di mercato è creato da una moltitudine di variabili che si intersecano tra loro. È concezione diffusa che il timing di mercato sia una delle maggiori sfide nel processo di una IPO, data la sua complessità nell'individuare il momento corretto e dato il fatto che questo genere di tempistica è cruciale nel determinare l'esito di una quotazione. Come afferma Deloitte in un recente studio che considera un campione di quasi 3000 top executives di aziende private appartenenti a diversi settori, circa un terzo di essi riconosce proprio nel market timing la maggior preoccupazione.<sup>11</sup>

Vista l'importanza del tema verranno dedicate alcune pagine per analizzare le varie tipologie di fattori che rendono il momento in cui si trova il mercato come attraente per una potenziale IPO. Questi si riconducono a diverse teorie, ognuna delle quali si concentra su un singolo fattore che ritiene determinante. Qui di seguito verranno singolarmente analizzate nel dettaglio.

La prima corrente di pensiero identifica la chiave di lettura nell'individuazione del momento storico migliore di mercato a livello generale, inteso come quello in cui le imprese sono sopravvalutate. I sostenitori di questo approccio, che a volte viene definito di "*market timing*", "*argues that firms successfully conduct their IPO during a temporary window of opportunity, usually characterized by industry or market-wide share overvaluation that results in a lower cost of equity.*"<sup>12</sup>. Questa sopravvalutazione relativa ai prezzi dei titoli azionari si fonda sulla credenza che il mercato non sia efficiente, ma anzi sia guidato dai sentimenti degli investitori, intesi come un'errata traduzione delle informazioni disponibili nel mercato, interpretate quindi come più positive del dovuto. Ciò porta la valutazione del mercato azionario sopra al suo valore reale in alcuni periodi. Ci si rende conto di essere di fronte ad un periodo di sopravvalutazione

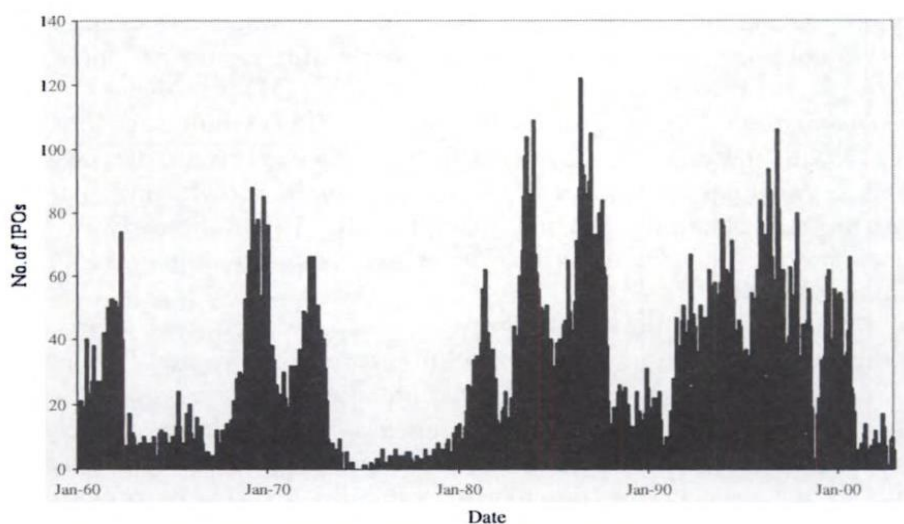
---

<sup>11</sup><https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/audit/us-audit-private-company-ipo-is-timing-everything.pdf> Tradotto dal testo originale: "According to a recent Deloitte poll of nearly 3,000 private company executives across a variety of industries about one-third of companies view timing the market as the biggest concern when considering an IPO"

<sup>12</sup> "The IPO Decision: Why and How Companies Go Public", Jason Draho, Edward Elgar Publishing, 2004, pag. 13

azionaria attraverso singole valutazioni di aziende quotate e confrontando poi il loro valore azionario con il valore “equo” che risulta dalle proiezioni analitiche. Quando il valore equo dell’azione della maggior parte delle aziende quotate nel mercato azionario che si sta analizzando (quello in cui l’impresa in procinto di quotarsi vorrebbe perfezionare la sua IPO) è al di sotto di quello che il mercato invece evidenzia essere il prezzo di scambio, ci si trova in questo cosiddetto momento favorevole. Favorevole ovviamente dal punto di vista della società che si sta quotando, che può sfruttare la situazione a suo vantaggio fissando un prezzo di emissione più alto di quello che dovrebbe essere il reale valore. È sostanzialmente la logica che sta alla base delle decisioni della maggior parte dei CFO quando emettono nuove azioni sul mercato: lo fanno se credono che il mercato le stia sopravvalutando, così da ottenere più denaro rispetto a quello che gli spetterebbe. Quindi lo fanno quando pensano di poter sfruttare un minor costo dell’equity. Questa logica è qui traslata nel processo pre-IPO, per individuare il corretto timing. L’individuazione della cosiddetta “*window of opportunity*” da parte delle imprese si traduce, storicamente parlando, in periodi di elevata concentrazione di IPO in un singolo mercato. Questo fenomeno è conosciuto come “*IPO clustering*”.

Grafico N. 2: “Volume mensile delle IPO negli Stati Uniti: Gennaio 1960 – Dicembre 2002”.<sup>13</sup>



Come risulta evidente dal Grafico 1 sviluppato da Jay Ritter (University of Florida) la distribuzione storica delle IPOs negli Stati Uniti analizzata in 42 anni non è affatto omogenea, bensì si caratterizza per una estrema volatilità, che sembra non seguire alcuno schema. Ciò che

<sup>13</sup> “The IPO Decision: Why and How Companies Go Public”, Jason Draho, Edward Elgar Publishing, 2004, pag. 11

comunque salta all'occhio è che sia i periodi in cui ci sono state molte IPO, sia quelli in cui ce ne sono state molte poche, tendono a durare alcuni mesi e non ad esaurirsi nel giro di un mese o pochi giorni. Quindi le cosiddette “*windows of opportunity*” storicamente si riferiscono a un periodo minimo di qualche mese, se non in certi casi di addirittura qualche anno. Tralasciando la visione della prima corrente di pensiero, guardando quindi il grafico da un punto di vista più generico, va specificato che il suddetto sottende molte altre considerazioni di vario tipo come ad esempio la correlazione tra il ciclo economico e il volume di IPO. Infatti, gli anni '80 e '90 negli Stati Uniti furono caratterizzati da forte crescita economica, come al contrario da debolezza del ciclo economico furono caratterizzati gli anni '70 e i primissimi anni del '90 come quelli del '00.

Tornando alla visione della prima teoria, una diretta conseguenza tra le più significative è rappresentata dall'*underperformance* nel lungo periodo. Il mercato infatti, per una legge base dell'economia, aggiusterà il prezzo dei titoli in prossimità al loro reale valore. Si riscontra spesso quindi che quando una società riesce ad azzeccare il momento giusto per la IPO (che in quest'ottica coincide con quello dove il mercato è positivamente guidato dalle emozioni), poi negli anni successivi vede una prestazione negativa in termini di ritorni azionari dovuti all'aggiustamento del prezzo.

Un'altra teoria identifica invece la determinante chiave per il timing riferito alle condizioni di mercato nell'asimmetria informativa esistente tra la generalità del pubblico (potenziali investitori) e il *management* dell'impresa in procinto di quotazione. L'asimmetria dev'essere bassa affinché l'emissione possa essere apprezzata dal pubblico e possa tradursi quindi in un risultato positivo. Se d'altro canto la suddetta fosse alta, questo gap informativo dove i cosiddetti “*insiders*” (il *management* che è in possesso di informazioni preferenziali sull'impresa che si appresta all'IPO) hanno più informazioni della generalità degli investitori, si tradurrebbe in una prestazione negativa della quotazione. Questo perché un'elevata asimmetria informativa porta al sorgere del cosiddetto “*lemons problem*”. Pioniere di questa teoria fu George A. Akerlof nella sua pubblicazione “The market for ‘lemons’: quality uncertainty and the market mechanism” del primo agosto 1970; la stessa fu poi ripresa poi da Myers e Majluf (1984). Questa teoria consiste nella credenza per la quale il mercato percepisce l'emissione di nuovo equity come un segnale di sopravvalutazione dell'impresa emittente, nel caso ovviamente vi sia alta asimmetria informativa. Il perché l'emissione di nuovo equity sia percepita come un segnale di sopravvalutazione del valore dell'emittente richiede un excursus esplicativo sul *lemons problem*. Con il termine “*lemons*” (introdotto dallo stesso Akerlof), si

intendono dei beni di scarsa qualità, le cui caratteristiche però sono note al venditore e non all'acquirente. L'esempio utilizzato per contestualizzare questi *lemons* dall'economista statunitense è ambientato nel mercato delle auto usate, ove quelle difettose (i cosiddetti *lemons*) non sono identificabili dai potenziali acquirenti, che non ne vedono quindi alcuna differenza rispetto alle auto usate di buona qualità. Vi è quindi un'asimmetria informativa tra acquirente e venditore, che comporta una distruzione dell'economia, o meglio un fallimento del mercato. Ciò avviene poiché "se il prezzo rispecchia la qualità media delle macchine usate, che è l'unica caratteristica nota agli acquirenti, i proprietari hanno un incentivo a mettere in vendita solo le auto di qualità inferiore; ma in equilibrio i compratori prevedono correttamente le scelte dei venditori, e quindi non sono disposti ad acquistare a tale prezzo, perché la qualità effettiva delle auto offerte sul mercato è inferiore a quella media. Questo processo logico va avanti, eliminando via via dal mercato i veicoli di qualità migliore, finché rimangono solo quelli di qualità più bassa: i limoni."<sup>14</sup> Traslando quindi il concetto nell'ambito delle IPO, i lemons sono le quotazioni di imprese sopravvalutate, le uniche a cui converrebbe quotarsi; invece le "auto di buona qualità" sono rappresentate dalle imprese che avrebbero emesso i loro titoli ad un prezzo pari al valore reale, ma che si astengono dal farlo proprio per questa logica perversa che non gli permette di comunicare al pubblico che la loro IPO non è un *lemon*. Nel caso quindi entrambe si quotassero, le imprese "buone" tenderebbero ad essere sottovalutate, quelle "cattive" invece sarebbero sopravvalutate.

Concludendo, nell'ottica del *lemons problem*, la conseguenza a livello di costi diretti è che, l'interpretazione delle IPO come sopravvalutate, porta ad una riduzione del prezzo azionario. Non è possibile quantificare questo costo in quanto non può esistere una valutazione di mercato pre-IPO (banalmente perché prima della quotazione il titolo non è negoziabile nel mercato), ma si può avere un'idea dello stesso confrontando una qualsiasi SEO (Seasoned Equity Offering), che in quanto a market timing concepito come asimmetria informativa rappresenta un ottimo paragone. Il costo diretto è quindi ricavato quantitativamente confrontando la riduzione del prezzo azionario nel momento dell'annuncio della SEO, dopo aver isolato la componente della volatilità di mercato non imputabile all'annuncio.

Parlando di costi diretti generati dal *lemons problem*, la massima espressione dell'inefficienza di questo fenomeno è rappresentata dall'incapacità da parte dei potenziali emittenti di vendere il proprio equity nel mercato. Questo è il più alto costo riscontrabile nel mercato delle IPO

---

<sup>14</sup> [http://www.treccani.it/enciclopedia/lemons\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/lemons_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

derivante dall'elevata asimmetria informativa, che porterebbe quindi a una paralisi dello stesso mercato e a un suo ipotetico collasso.

Questa teoria del market timing fondata sull'asimmetria informativa afferma quindi che la suddetta dev'essere bassa (ipoteticamente parlando la situazione perfetta si avrebbe con l'eliminazione totale della stessa, cosa alquanto utopistica nella prassi).

Una terza teoria analizza il market timing considerando le esternalità informative come fattore chiave. Le esternalità informative hanno un impatto sull'IPO significativo, e possono essere esogene o endogene.

Per esternalità informative esogene si intendono quelle informazioni in circolazione nel mercato che fanno sì che il prezzo dei titoli in procinto di quotazione (o appena emessi) si alzi o si abbassi in concomitanza alla diffusione di informazioni rispettivamente positive o negative riguardanti il potenziale emittente in modo diretto o indiretto. Diretto se l'informazione riguarda l'emittente in sé, indiretto se riguarda un fattore strettamente connesso al business dell'emittente, come ad esempio una notizia positiva per l'intera industria nel quale l'emittente si colloca. Le esternalità informative esogene, se positive, tendono a sfociare nel già citato fenomeno del clustering, ovvero in una concentrazione del volume di IPOs in un limitato lasso temporale.

Le esternalità informative di tipo endogeno invece si producono con il perfezionamento dell'IPO in sé. L'avvenuta quotazione crea nuove informazioni per il mercato, che intaccano sia l'andamento dell'emissione dell'impresa, sia la decisione di IPO delle altre imprese del medesimo settore. La reazione del mercato e la conseguente definizione del prezzo che secondo lo stesso è corretto, si riversa sulla performance della società appena quotata e sulla concezione che le altre imprese del settore e che gli investitori hanno sulla situazione dell'intero sistema. Se ad esempio si pensava che il prezzo di emissione fosse corretto, ma il mercato lo ha spinto verso il basso perché l'ha giudicato superiore al valore reale, ciò potrebbe significare che quell'intero settore è sottovalutato dal mercato e che quindi un'altra società in procinto di quotazione sfrutti questa esternalità informativa a proprio vantaggio, quindi rinviando la propria quotazione.

Un'altra e ultima corrente di pensiero prova a spiegare il market timing attraverso l'individuazione dell'appetito degli investitori per le IPOs. La domanda degli investitori infatti è volatile nel corso del tempo, come del resto tutti gli altri fattori critici qui sopra analizzati. Di primo acchito si potrebbe pensare che la domanda degli investitori vari in misura proporzionale

rispetto alla performance complessiva delle IPOs di un certo settore o di un certo listino borsistico. Ciò è vero solo in parte, nel senso che spesso si crea una situazione per la quale più quotazioni in successione hanno arricchito gli investitori e questo crea una maggior propensione a “cavalcare l’onda”, come, al contrario, un’improvvisa interruzione della serie positiva si potrebbe tradurre in un’avversione per l’IPO seguente. Questo nella realtà succede, ma in circostanze particolari, come in quella della *dot-com bubble* di fine anni ‘90 che interessò il NASDAQ. A tal proposito Alexander Ljungqvist e William J. Wilhelm Jr. affermarono nell’abstract di un loro noto articolo che l’*“underpricing reached astronomical levels during 1999 and 2000. We show that the regime shift in initial returns and other elements of pricing behavior can be at least partially accounted for by marked changes in pre-IPO ownership structure and insider selling behavior over the period”*<sup>15</sup>. Non è possibile quindi ricondurre l’intero funzionamento della domanda degli investitori a particolari situazioni, poiché questo approccio sarebbe fuorviante per la nostra analisi.

Sempre in un’ottica di non razionalità della domanda degli investitori va menzionato ciò che gli economisti definiscono “*noise traders*”, un fenomeno che non si riferisce a particolari situazioni di mercato come quella di cui sopra, bensì che è insito nel *modus operandi* di molti investitori. Il *noise traders* è quel sentimento irrazionale, accompagnato spesso dal cambiamento generale delle aspettative, che fa sì che l’investitore venga spinto all’acquisto o alla vendita di titoli per motivazioni non economiche. Ci si riferisce quindi a tutto ciò che comunque è riconducibile a dei “*rumors*”, che hanno impatto sul processo decisionale dell’investitore. Come li percepiscono gli investitori, essi possono benissimo essere percepiti dalla società emittente, ma comunque, anche in questo caso, non è sensato approfondire questa tematica, in quanto irrazionale.

La domanda degli investitori può quindi essere analizzata solo se razionale, e non se guidata dalle emozioni. Se razionale essa è risultato sicuramente dalle esternalità informative, che se positive possono aumentare la domanda per le IPOs. Inoltre, le esternalità informative riducono il costo che un investitore dovrebbe sostenere se si trovasse ad analizzare da sé l’impresa in corso di quotazione. Parallelamente a questo fattore la domanda razionale si costruisce anche sull’analisi storica delle passate IPOs, sull’analisi dei trend di mercato e sulle proiezioni analitiche della performance della singola azienda emittente, del settore a cui appartiene e del mercato in generale entro la quale si potrebbe inserire. Quindi un’impresa che si accinge ad una IPO, potrebbe farsi un’idea abbastanza dettagliata su ciò che pensano gli investitori ragionando

---

<sup>15</sup> Articolo “IPO Pricing in the Dot-com Bubble” di “The Journal of Finance” VOL LVIII NO.2, Alexander Ljungqvist e William J. Wilhelm Jr., Aprile 2003

esattamente come se fosse uno di loro, quindi analizzando l'incidenza delle esternalità informative (positive e negative), l'andamento di mercato e le proiezioni degli analisti. Unitamente a questi fattori razionali, la società può certamente considerare ciò che sopra abbiamo definito come irrazionale in tutte le sue sfaccettature, ma solamente come un fattore aggravante o che amplifica in positivo la domanda razionale.

#### **1.4 Il processo di quotazione**

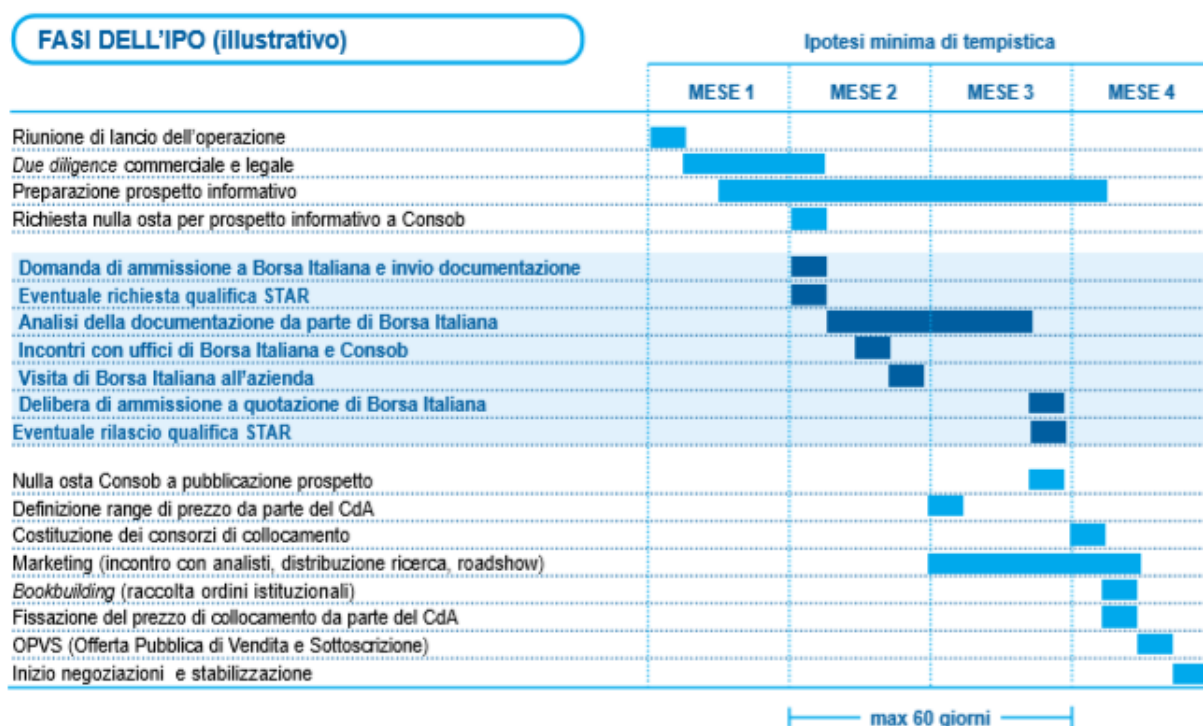
Come già accennato, il processo di IPO ha una durata minima di 4-6 mesi, la quale diventa via via più lunga nel caso l'operazione sia complessa e/o nel caso il controvalore dell'emissione sia di quantità importanti. In alcuni casi il processo di IPO può infatti durare anche due anni.

Il processo di quotazione a livello di step e di fasi principali è simile in tutti i mercati del mondo, differisce però per quando riguarda le procedure burocratiche, che seguono le regole e la normativa caratterizzanti ogni singolo mercato. Quindi ciò che varia sono i documenti richiesti (che hanno sempre forma diversa ma quasi sempre la stessa sostanza), le scadenze imposte, e le regole specifiche alle quali la società che si sta quotando deve conformarsi, ma per quanto riguarda il processo in sé, questo è pressoché identico. Si individua a riguardo una prima fase di preparazione, nella quale la società decide di intraprendere il processo di quotazione, pianifica l'operazione *nell'all-hands meeting*, viene effettuata una *due diligence* e si inizia a preparare il prospetto informativo (che si chiuderà con le domande di ammissione alla quotazione e alla negoziazione, le quali differiscono da mercato a mercato). Poi vi è una seconda fase in cui l'azienda deve seguire l'iter indicato dalle regole proprie di quel mercato, che sostanzialmente si potrebbe riassumere in una fase di stand-by nella quale si attende l'accettazione delle domande, durante la quale vi sono vari adempimenti burocratici e a livello di documentazione. La terza e ultima fase inizia dal momento che si ha un riscontro dall'organo competente riguardo le domande, si completa il prospetto informativo, si sponsorizza l'operazione (*road show*, incontri con analisti, etc), si raccolgono gli ordini istituzionali nel *book-building*, si fissa il prezzo (precedentemente abbozzato in un range ipotetico) e si procede alla negoziazione del titolo, facendo sì che l'impresa, prima privata, diventi un'azienda quotata. In questo paragrafo si analizzerà il processo di quotazione che dovrebbe seguire una qualsiasi società che decidesse di quotarsi nel mercato azionario italiano, gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Pertanto, quindi la normativa di riferimento è quella italiana e le regole procedurali proprie di

Borsa Italiana sono quelle contenute nel “Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.” aggiornato al 23 settembre 2019 (ma deliberato dal Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana nel 18 luglio 2019 e approvato dalla CONSOB con delibera n. 21018 del 31 luglio 2019).

Segue un’analisi dettagliata di ognuna delle tre fasi, finora solamente abbozzate a livello generale, e un grafico che meglio aiuterà a farsi un’idea delle tempistiche di ogni operazione e della sovrapposizione tra le stesse.

Grafico N. 3: “Ipotesi minima di tempistica per una IPO”<sup>16</sup>



La prima fase si apre con la presentazione al Consiglio di Amministrazione della società del progetto di quotazione, corredato da uno studio di fattibilità. Se il CdA delibera al riguardo, si convoca l’Assemblea (Ordinaria o Straordinaria, a seconda che sia previsto o meno un aumento di capitale). Dopo la delibera di quest’ultima si nominano i soggetti che seguiranno la società durante il processo.

Segue una riunione di lancio dell’operazione (cosiddetto *all-hands meeting*), alla quale partecipano tutti i soggetti nominati - lo sponsor, il *lead manager* e gli *underwriters*, i revisori

<sup>16</sup> “Quotarsi in Borsa: La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana”, Documento pdf di Borsa Italiana S.p.A., Gennaio 2001



contabili, i legali (sia della società sia degli *underwriters*), il capital market advisor e altri consulenti minori - e il top *management* della società. Questo meeting ha una funzione di pianificazione: vengono assegnati i rispettivi ruoli e le conseguenti responsabilità, e sono decisi la natura e i tempi della procedura e i principali passaggi chiave. Si definiscono infatti le caratteristiche dell'offerta: il numero minimo di azioni da emettere, il *price range* delle azioni, i compensi spettanti ai vari soggetti coinvolti, l'uso del ricavato dall'IPO, si specificano eventuali clausole di *lock-up* (divieto di compiere determinate azioni sul capitale della società post quotazione, solitamente divieto di vendita dei titoli), possibili diritti di opzione ed eventuali altre sfaccettature dell'operazione. A titolo d'esempio vi è la possibilità di esercitare la *green shoe option* da parte degli *underwriters*, argomento che verrà trattato in dettaglio nel terzo paragrafo del capitolo 2.

Vi è contestualmente l'impegno dei soggetti coinvolti di operare da questa riunione in avanti nella massima discrezione e riservatezza.

Segue poi una *due diligence* sulla società, ovvero un'analisi approfondita della stessa, svolta dallo sponsor e dai principali consulenti, avente l'obiettivo di attestare la fattibilità della quotazione e il valore dei titoli da emettere. Nell'analisi approfondita viene quindi preso in considerazione tutto ciò che è rilevante per la società: la composizione del *management*, i contratti in essere, i bilanci e i documenti contabili e finanziari, il settore in cui l'azienda opera, etc. Questo documento ha valenza legale e funge da dichiarazione e certificazione di autenticità per i soggetti che lo hanno redatto.

Si inizia poi a redigere il Prospetto Informativo (o semplicemente Prospetto), altro documento cardine di una IPO. Viene redatto dall'emittente, dallo sponsor e dai rispettivi legali, in seguito alle considerazioni pervenute dalla *due diligence*. È il documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio: "Il prospetto deve contenere le informazioni che, a seconda delle caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di offerta e dell'emittente, sono ritenuti necessari affinché gli investitori possano formulare un giudizio fondato sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sugli strumenti finanziari e sui diritti ad essi connessi."<sup>17</sup> Sostanzialmente quindi si analizza ogni caratteristica della società che potrebbe avere rilevanza per la scelta di un possibile investitore circa il comprare o meno delle azioni. Il documento viene poi depositato presso la CONSOB affinché risulti disponibile al pubblico.

---

<sup>17</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prospetto-informativo.html?lang=it>

La prima fase si conclude con la presentazione della domanda a Borsa Italiana da parte dell'emittente. Come esplicita il Regolamento, la domanda è duplicemente composta: vi è la domanda di ammissione alla quotazione (che deve riferirsi a tutti gli strumenti finanziari facenti parte l'emissione) e la domanda di ammissione alle negoziazioni, che vanno presentate separatamente, sottoscritte dai legali rappresentanti l'emittente e redatte in conformità a quanto esposto nelle Istruzioni. Immediatamente dopo Borsa Italiana comunica alla CONSOB l'avvenuta ricezione delle due domande. Si chiude così la prima fase e in concomitanza inizia la seconda.

Sempre nelle Istruzioni è indicata l'ulteriore documentazione che l'emittente dovrà inviare in seguito alle domande. È da tenere a mente che dal momento della presentazione delle domande fino a quando inizieranno le negoziazioni "ogni annuncio, avviso, manifesto e documento, che l'emittente intenda rendere pubblico, relativo alla domanda di ammissione alla quotazione ed alle caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto della domanda stessa, deve essere comunicato a Borsa Italiana e deve menzionare che è in corso la procedura per l'ammissione"<sup>18</sup>. Ciò perché comunicazioni al pubblico di questo tipo potrebbero indirettamente andare ad alterare la percezione del mercato riguardo i titoli presenti nell'IPO prima che la stessa si perfezioni. Inviato tutto il materiale, inizia l'analisi dell'intera documentazione da parte di Borsa Italiana. Nel mentre, Borsa Italiana e CONSOB organizzano degli incontri con la società per infittire il rapporto e per approfondire la realtà dell'emittente: la prima solitamente si reca fisicamente in azienda.

Riprendendo la rigida procedura imposta agli emittenticosì recita il Regolamento: "Entro due mesi dal giorno in cui è stata completata la documentazione da produrre a seguito della presentazione della domanda di ammissione alla quotazione, Borsa Italiana accertata la sussistenza dei requisiti di ammissione alla quotazione delibera e comunica all'emittente [...] l'ammissione o il rigetto della domanda, dandone contestuale comunicazione alla Consob. Il termine è di un mese se la domanda è stata presentata da un emittente AIM Italia o da un Emittente Certificato."<sup>19</sup>

Anche qui risulta evidente come la tutela del potenziale investitore è assoluta, a tal punto che il Regolamento subordina ad essa la durata del processo di ammissione e addirittura la riuscita

---

<sup>18</sup> Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., 23 settembre 2019, Articolo 2.4.1, comma N.6

<sup>19</sup> Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., 23 settembre 2019, Articolo 2.4.2, comma N.1

della procedura stessa. Questo testimonia come la tendenza degli ultimi decenni volta a far assumere una maggiore protezione al contraente debole (gli investitori in questa sede), abbia oramai assunto un ruolo predominante nel funzionamento di mercato, attraverso la creazione di norme ad hoc. Ci si riferisce quindi al termine di cui al comma 1 di cui sopra, che può essere interrotto “qualora emerga la necessità di acquisire nuove informazioni e documenti. In questo caso, a partire dalla data del ricevimento della relativa documentazione, decorre nuovamente il termine”<sup>20</sup>. E ancora “Borsa Italiana deve essere tempestivamente informata di ogni fatto nuovo suscettibile di influenzare in modo significativo la valutazione degli strumenti finanziari che si verifichi nel periodo intercorrente tra la data del provvedimento di ammissione alla quotazione e la data di inizio delle negoziazioni. Borsa Italiana, valutati tali fatti e qualora lo richieda la tutela degli investitori, potrà procedere alla revoca del proprio provvedimento”<sup>21</sup>.

Con l'accettazione delle domande da parte di Borsa Italiana si chiude la seconda fase e inizia quindi la terza ed ultima. L'efficacia del provvedimento di ammissione alla quotazione ha validità di sei mesi, termine ultimo entro il quale quindi l'azienda deve iniziare la negoziazione dei propri titoli. In ogni caso non si arriva mai a toccare il termine di sei mesi poiché “Borsa Italiana stabilisce inoltre la data di inizio delle negoziazioni e il segmento di mercato nel quale verrà negoziato lo strumento finanziario”<sup>22</sup>. Quindi decide sostanzialmente il termine ultimo entro il quale la società deve completare il Prospetto Informativo e entro il quale può sponsorizzare l'operazione, raccogliere gli ordini nel *book-building* e fissare il prezzo. Queste infatti sono i principali step componenti l'ultima fase, che di seguito verranno analizzati più approfonditamente.

Per quanto riguarda gli adempimenti burocratici, rimane solamente il Prospetto Informativo: una volta ultimato, la versione definitiva dello stesso deve essere depositata presso la CONSOB, che rilascerà poi il nulla osta alla data della sua pubblicazione. In questo modo esso sarà reso disponibile a terzi.

Dopo l'accettazione delle domande da parte di Borsa Italiana si ha quindi il via libera per ogni operazione di sponsorizzazione dell'evento. La principale attività di marketing consiste nel cosiddetto *road show*, il cui scopo è quello appunto di promuovere l'IPO e suscitare interesse

---

<sup>20</sup> Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., 23 settembre 2019, Articolo 2.4.2, comma N.2

<sup>21</sup> Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., 23 settembre 2019, Articolo 2.4.2, comma N.5

<sup>22</sup> Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., 23 settembre 2019, Articolo 2.4.2, comma N.4

nel mercato. È proprio il *top management* della società che lo promuove, partecipando ad incontri nei più importanti centri finanziari internazionali, in modo da presentare sé stesso, l'azienda e i valori aggiunti che la caratterizzano. Sicuramente il *road show* comporta un gran dispendio di energie e tempo per il capitale umano dell'emittente, ma se ben promosso assicura un importante incremento di interesse per l'*investment case* ed inoltre dà l'opportunità al *management* di incontrare di persona i potenziali investitori istituzionali, che sennò si relazionerebbero solamente con le banche d'investimento costituenti il consorzio.

Nel mentre il *lead manager* - o *global coordinator* - (figura che spesso coincide anche con lo sponsor) perfeziona il consorzio di collocamento confermando le banche d'investimento che lo comporranno. I componenti del consorzio iniziano solitamente la loro ricerca incontrando in modo informale i potenziali investitori istituzionali, per presentare la società e distribuire le ricerche effettuate sull'impresa da parte dei loro analisti. Con questi incontri abbozzano il range di prezzo finale e individuano i più interessati per proporgli incontri formali *one-on-one*. Il consorzio quindi seguirà l'operazione nella pratica e avrà il compito principale di raccogliere le cosiddette "dichiarazioni d'interesse" da istituzioni finanziarie e *brokers* in generale, al fine di iniziare a prevedere la finale allocazione ai clienti dei pacchetti azionari più grossi dell'emittente. Inizia così la procedura di *book-building*, ove ogni banca d'investimento che abbia trovato dei clienti formalmente interessati indica (assumendo in questa sede l'accezione di *bookrunner*) quantità voluta e prezzo massimo che gli stessi sono disposti ad offrire in sede d'offerta. Una volta completato il procedimento di *book-building*, il consorzio riesce così ad individuare il tetto massimo di prezzo al quale emettere le azioni.

Grazie alla procedura di *book-building* si riesce quindi ad individuare all'interno del range di prezzo (definito a inizio processo, ovvero nella prima fase, e poi via via modificato informalmente ogni qualvolta si ricevevano informazioni) il prezzo di collocamento finale, in gergo definito col termine di "prezzo dell'offerta". In seguito, il C.d.A. dell'emittente determina formalmente il prezzo di collocamento finale. Le azioni sono quindi assegnate ai membri del consorzio, che si occuperanno quanto prima dell'offerta al pubblico indistinto nel primo giorno di negoziazione. Durante questa faticosa giornata in cui vi è la vera e propria emissione del titolo al pubblico, si determina il prezzo di mercato del titolo, che conferisce un'informazione fondamentale del reale interesse degli operatori al riguardo, confermando o meno quanto predetto dai membri del consorzio dopo aver completato la procedura di *book-building*.

Nonostante la società sia ora quotata, non si esaurisce il compito del consorzio, che per tutto il periodo di stabilizzazione del prezzo del titolo (gli esperti concordano su un minimo di 30 giorni fino ad un massimo di 45-60 giorni per situazioni complicate ove subentrano fattori esogeni

all'operazione) si riserva la facoltà di intervenire sul mercato. Gli obiettivi del possibile intervento coincidono solitamente con: sostenere l'andamento del prezzo, tramite operazioni di compravendita dei titoli; aumentare il numero di azioni emesse (fino ad un massimo che nella maggioranza dei casi è di un +15% rispetto alle azioni comprate dagli *underwriters*) tramite esercizio della *green shoe option*, qualora questa fosse inizialmente contemplata, e contestualmente dell'*over allotment*. Per quanto concerne il dettaglio di queste opzioni e meccanismi di stabilizzazione del prezzo azionario nell'*after market* si rimanda al paragrafo 3 del capitolo 2.

## **1.5 I costi afferenti alla quotazione: analisi e considerazioni di tematiche pertinenti**

In quest'ultimo paragrafo del Capitolo 1 verranno analizzati i costi che si sostengono per una IPO: quelli diretti, indiretti e che si andranno a sostenere una volta conclusa l'IPO. Queste tre tipologie di costi verranno distintamente considerate nei successivi sub-paragrafi, affiancando all'analisi dei costi alcune tematiche rilevanti atte a concludere la panoramica del fenomeno delle *Initial Public Offerings*. Parallelamente ai costi diretti si andranno a meglio definire le varie funzioni dei soggetti coinvolti nell'operazione. In relazione ai costi indiretti verranno effettuate alcune considerazioni circa le differenti fonti di finanziamento a disposizione per le imprese. L'ultimo sub-paragrafo invece è meramente descrittivo: si distinguono costi che si sostengono una sola volta e costi ricorrenti.

### **1.5.1 I costi diretti di una IPO e i soggetti coinvolti**

Verranno analizzati di seguito i costi che le imprese sostengono per effettuare una IPO e il ruolo svolto dai soggetti per i quali i costi sono sostenuti.

In questo paragrafo si prenderanno in considerazione i costi diretti da sostenere per una IPO. Questi sono riconducibili a tre categorie: le *underwriting fees*, i costi di *advisory* e altri costi. Si dà evidenza dei suddetti nella Tabella 1, che offre una panoramica dei costi principali associandoli a differenti dimensioni di IPO.

Tabella N. 1: “Categorie di costo per proventi raccolti con l’IPO” (valori espressi in milioni di dollari)<sup>23</sup>

Categoria di costo	Da \$25m a \$100m	Da \$100m a \$250m	Da \$250m a \$500m	Da \$500m a \$1bn	Maggiori di \$1bn
Underwriting	4.3	10.3	20.5	35.6	61.4
Contabilità	0.8	1.1	1.7	1.4	2.4
Legali	1.4	2.0	2.6	3.1	3.0
Stampa	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7
Altri costi	0.5	0.7	1.7	1.0	2.7
<b>Media dei costi totali</b>	<b>7.3</b>	<b>14.4</b>	<b>27.0</b>	<b>41.4</b>	<b>70.3</b>

I costi evidenziati in Tabella N. 1 - e nelle successive tabelle di questo paragrafo - sono stati presi dagli archivi della SEC e si riferiscono a 315 IPO statunitensi che hanno avuto luogo nelle maggiori borse degli Stati Uniti in un periodo compreso tra gennaio 2015 e settembre 2017.

Di seguito i costi indicati in Tabella N. 1 verranno analizzati singolarmente.

L’*underwriter spread* (o altresì chiamato *underwriting fees*, cioè le commissioni di sottoscrizione) rappresenta il costo principale, aggirandosi solitamente intorno al 4-7% del valore assoluto dell’emissione azionaria pubblica (si veda la Tabella N. 2). Questo range percentuale è il più comune che viene riscontrato nelle operazioni di IPO; tuttavia la percentuale diminuisce via via che aumenta il valore del *deal*. Fuoriescono infatti da questo range le IPOs di dimensione eccezionale, ove la percentuale a seconda dei casi può essere circa del 3 o 2 o 1,5%.

Tabella N. 2: “Costi destinati agli underwriters per proventi raccolti con l’IPO”<sup>24</sup> (valori espressi in migliaia di dollari)

Costi medi per valore dell’emissione	Min (\$ ‘000)	Max (\$ ‘000)	Media (\$ ‘000)	Media ponderata % del costo sui proventi lordi
Da \$25m a \$100m	1.750	6.860	4.324	6.9%
Da \$100m a \$250m	7.000	16.737	10.346	6.7%
Da \$250m a \$500m	15.079	27.600	20.454	5.8%
Da \$500m a \$1bn	24.106	46.200	35.624	5.4%
Maggiori di \$1bn	45.711	85.000	61.441	3.8%
Statistica di riepilogo	1.750	85.000	12.071	5.6%

<sup>23</sup> “Considering an IPO to fuel your company’s future?”, Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

<sup>24</sup> “Considering an IPO to fuel your company’s future?”, Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

Gli *underwriters*, quasi sempre banche d'investimento, sono gli intermediari che sottoscrivono, per poi vendere al pubblico, i titoli azionari e nell'operazione possono assumere posizioni principali o secondarie, a seconda del ruolo svolto e dell'apporto conferito. All'interno del *syndicate* (a breve verrà specificato di cosa si tratta) infatti non tutte le banche d'investimento sono sullo stesso piano. Il leader dell'operazione è denominato *lead manager*, la “banca capofila che dirige e coordina un consorzio di collocamento [...], stabilisce i termini dell'offerta (ammontare, tempistica, prezzo) e assume anche la qualifica di *bookrunner* [...] Al *lead manager* spetta anche lo svolgimento della due diligence”<sup>25</sup>.

Le altre principali banche d'investimento sono definite *bookrunners*, cioè un “intermediario che si occupa del processo di *book-building* in un'operazione di collocamento [...] raccoglie e accentra tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione proposti dagli investitori istituzionali in merito ai titoli oggetto di offerta. L'attività svolta dal *bookrunner* consente di stimare le curve di domanda e di offerta dei titoli oggetto di offerta e, in tal modo, contribuisce a determinare il prezzo di collocamento.”<sup>26</sup>

Gli altri membri del sindacato che affiancano il *lead manager* e i *bookrunners* vengono solitamente chiamati *co-lead managers* (o semplicemente *co-managers*). Costoro subentrano “nel caso di operazioni di emissione particolarmente complesse, [...] svolgono funzioni direttive e di coordinamento”.<sup>27</sup>

Tutti questi soggetti formano nel complesso l'*underwriter syndicate*, ovvero il consorzio di collocamento.

L'*underwriter spread* è suddiviso tra le varie banche d'investimento che compongono il *syndicate* (al *lead underwriter* e ai *bookrunners* spetta circa il 90% di esso, il restante spetta ai *co-managers*). Gli *underwriters* ottengono la commissione comprando le azioni dall'impresa emittente e rivendendole poi al pubblico. Realizzano un profitto pari alla differenza tra i due prezzi (quello di acquisto dall'emittente e quello di collocamento del titolo al pubblico), lo *spread* appunto. Questa commissione netta sottende il farsi carico principalmente del rischio di una IPO fallimentare, oltre che in secondo luogo di tutti i servizi accessori che la società di investimento mette a disposizione accompagnando l'emittente alla quotazione. Per citarne alcuni, si pensi alla rete di contatti che viene messa a disposizione per trovare gli investitori istituzionali e all'*expertise* offerta nell'operazione da questi professionisti. La commissione è direttamente proporzionale alla difficoltà del collocamento e alla rischiosità del titolo.

---

<sup>25</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/lead-manager.html?lang=it>

<sup>26</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bookrunner.html?lang=it>

<sup>27</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/co-lead-manager.html?lang=it>

Va specificato che il rischio di una IPO fallimentare non grava in capo solamente ad una banca d'affari, ma la responsabilità è condivisa tra i membri del sindacato di garanzia e collocamento titoli (il *syndicate* appunto), come giustamente l'*underwriter spread*. Il motivo principale del suddividere la responsabilità risiede nella volontà di tutelarsi da azioni legali da parte di uno o più azionisti. Il numero di banche componenti il sindacato è direttamente proporzionale al valore assoluto dell'IPO. Nel momento che si definisce l'*underwriter spread* solitamente vengono anche definite le opzioni di collocamento, ovvero le modalità con le quali gli *underwriters* procederanno. Queste sono principalmente due, il collocamento garantito (*firm commitment*) e quello al meglio (*best efforts commitment*).

La prima tipologia consiste nell'impegno assunto dagli *underwriters* a collocare la totalità delle azioni disponibili alla vendita, infatti il sindacato le compra direttamente dall'emittente. Questa modalità, seppur di ampia diffusione, è la più rischiosa, infatti nel caso di una IPO fallimentare il consorzio di collocamento rischia di trovarsi in possesso di molte azioni per le quali non sussiste una domanda. È quindi un segno inequivocabile di fiducia nei confronti dell'emittente, in quanto l'*underwriter* presuppone di riuscire senza problemi a collocare la totalità del pacchetto. Questa modalità è spesso infatti accompagnata da un'opzione per aumentare l'offerta di azioni al di sopra della quantità concordata con l'emittente, la cosiddetta *green shoe option*. Come già accennato la suddetta opzione, se esercitata, consente di emettere fino al 15% in più delle azioni concordate inizialmente.

Il collocamento *best efforts commitment* invece impegna l'*underwriter* in modo molto minore rispetto alla precedente modalità, infatti il suddetto si impegna a vendere l'offerta (vendendo quanti più titoli possibili quindi), senza alcun tipo di garanzia di collocamento dell'intero pacchetto. Specularmente questa opzione viene scelta qualora non ci si trovi di fronte ad una IPO "calda", e quindi quando il consorzio presuppone che non vi sia una forte domanda per quei titoli. Ci si trova solitamente di fronte a quotazioni di dimensioni piccole o medio-piccole, il contrario del collocamento garantito che invece viene utilizzato per quotazioni grandi o medio-grandi.

L'*underwriter spread* è anche volto a "rimborsare" tutti quei servizi rivolti all'emittente pre, durante e post IPO. Questi comprendono una consulenza nella compilazione del prospetto informativo e degli altri documenti da redigere in vista della quotazione, nella conduzione della *due diligence*, nella definizione del prezzo dell'offerta e soprattutto nel trovare gli investitori istituzionali per l'offerta. A questi servizi che vengono prestati pre e durante l'IPO, se ne aggiungono altri relativi al periodo successivo alla quotazione, riassumibili in attività di monitoraggio della performance e consulenza generale della società divenuta oramai a pubblica



sottoscrizione (offerte obbligazionarie, SEO, acquisizioni e operazioni straordinarie in senso lato).

Passando ora ai costi diretti per l'attività di consulenza (*advisory*), questi si riferiscono all'apporto professionale dato da contabili e avvocati.

I primi hanno il compito in primis di garantire la veridicità e la conformità alle norme legali (in vigore nel Paese nel quale si intende quotarsi) dei bilanci del futuro emittente, spendendo il nome della società di revisione per la quale operano. Oltre a questa funzione principale assolvono altre funzioni secondarie, come la consulenza di bilancio e fiscale tramite piani finanziari volti a strutturare il periodo post IPO. I costi relativi alla sfera contabile aumentano in maniera significativa con l'aumentare della dimensione dell'impresa, in quanto più essa è grande più è probabile che vi siano delle maggiori complessità nel processo preparatorio alla quotazione.

I legali d'altro canto si assicurano che la società risulti conforme alla burocrazia dell'organismo che presiede il mercato borsistico e alle varie norme statali che disciplinano l'operazione. Oltre a ciò offrono anch'essi una gamma di servizi accessori di varia tipologia, finalizzati in generale ad ottimizzare la struttura societaria da un punto di vista giuridico in modo che essa risulti in linea con quella di una società quotata (visione dei contratti esistenti, modifica dell'atto costitutivo, modifica della struttura del capitale, etc.).

Sia da un punto di vista contabile che da un punto di vista legale, una IPO è un'operazione molto complessa e risulta fondamentale per l'emittente affidarsi a società di revisione e a società legali con esperienza nel settore, onde evitare di incappare in adempimenti burocratici che, se gravi, potrebbero rimandare o addirittura sospendere l'intero processo di quotazione. Seppur molto inferiori al costo totale sostenuto per retribuire il sindacato degli *underwriters*, le commissioni per queste due tipologie di consulenza sono anch'esse elevate. I costi legali sono la seconda spesa a livello di incidenza di costi in valore assoluto dopo le *underwriting fees*, al terzo posto invece vi sono i costi relativi alla contabilità. Si vedano a tal proposito la Tabella N. 3 e la Tabella N. 4.

*Tabella N. 3: "Costi destinati alla consulenza contabile per proventi raccolti con l'IPO"* <sup>28</sup>  
(valori espressi in migliaia di dollari)

Costi medi per valore dell'emissione	Min (\$'000)	Max (\$'000)	Media (\$'000)
--------------------------------------	--------------	--------------	----------------

<sup>28</sup> "Considering an IPO to fuel your company's future?", Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

Da \$25m a \$100m	20	2.800	814
Da \$100m a \$250m	50	3.519	1.118
Da \$250m a \$500m	230	6.250	1.743
Da \$500m a \$1bn	400	3.500	1.381
Maggiori di \$1bn	400	6.882	2.382
Statistica di riepilogo	20	6.882	1.118

Tabella N. 4: “Costi destinati alla consulenza legale per proventi raccolti con l’IPO”<sup>29</sup> (valori espressi in migliaia di dollari)

Costi medi per valore dell'emissione	Min (\$'000)	Max (\$'000)	Media (\$'000)
Da \$25m a \$100m	175	3.541	1.444
Da \$100m a \$250m	140	9.000	1.953
Da \$250m a \$500m	412	5.640	2.644
Da \$500m a \$1bn	1.800	5.000	3.097
Maggiori di \$1bn	1.800	5.000	3.032
Statistica di riepilogo	140	9.000	1.911

Vi sono poi altri costi minori. Tra di essi, a causa del loro peso in termini assoluti, verranno tenuti distinti i costi di stampa.

Il tipografo finanziario, al contrario di quanto si possa pensare, rappresenta infatti una spesa non indifferente. Vengono stampati nel processo che porta un’impresa all’IPO una miriade di documenti. Quelli che più incidono sono i documenti di supporto al *management* della società, quelli destinati alla distribuzione agli altri soggetti coinvolti nel processo e al pubblico in generale, e tutti i documenti necessari per sottostare alla rigida burocrazia che caratterizza gli istituti che presidiano il sistema borsistico. Questo genere di costi è considerevole poiché, oltre all’elevato volume di documenti, gli stessi devono essere di un’elevata qualità, e rispettare svariati requisiti. Questo poiché trattano informazioni delicate che al momento della stampa non devono essere diffuse e in molti Paesi vi sono delle regole emanate dagli organismi borsistici di conformità dei documenti alle quali il tipografo deve attenersi. Non è quindi certo un genere di documento stampato che può essere richiesto in una normale stamperia di quartiere.

Tra gli altri costi si individuano tutti quelli diretti di varia tipologia che normalmente si riscontrano nel processo pre-IPO. Tra di essi vi sono le commissioni dovute all’organo nazionale del Paese presso il quale registrare la società (SEC negli USA, CONSOB in Italia, etc), le commissioni per registrare la società al listino borsistico nel quale si intende

<sup>29</sup> “Considering an IPO to fuel your company’s future?”, Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

perfezionare l'IPO e altre eventuali commissioni dovute a registrazioni particolari che possono essere richieste in certi Stati (come ad esempio le *Blue Sky fees* degli USA, volte a tutelare gli investitori da tecniche fraudolente di vendita). Vi sono poi le spese di trasferta del *management* per promuovere l'IPO e il *road show*, le spese per promuovere l'IPO ai media, le commissioni dovute ai cosiddetti Transfer Agent (soggetti che tracciano e monitorano gli individui e le entità che detengono le azioni della società) e rimborsi vari.

Per un dettaglio quantitativo dei costi di stampa e degli altri costi si rimanda rispettivamente alla Tabella N.5 e alla Tabella N.6.

Tabella N. 5: “Costi di stampa per proventi raccolti con l'IPO”<sup>30</sup> (valori espressi in migliaia di dollari)

Costi medi per valore dell'emissione	Min (\$'000)	Max (\$'000)	Media (\$'000)
Da \$25m a \$100m	10	1.127	325
Da \$100m a \$250m	100	1.600	400
Da \$250m a \$500m	150	1.895	579
Da \$500m a \$1bn	300	2.000	639
Maggiori di \$1bn	350	1.490	709
Statistica di riepilogo	10	2.000	413

Tabella N. 6: “Altri costi per proventi raccolti con l'IPO”<sup>31</sup> (valori espressi in migliaia di dollari)

Costi medi per valore dell'emissione	Min (\$'000)	Max (\$'000)	Media (\$'000)
Da \$25m a \$100m	95	2.911	450
Da \$100m a \$250m	68	5.915	655
Da \$250m a \$500m	52	6.440	1.725
Da \$500m a \$1bn	438	2.287	1.018
Maggiori di \$1bn	617	9.996	2.700
Summary Statistics	25	9.996	789

## 1.5.2 I costi indiretti di una IPO e le differenti fonti di finanziamento

Dopo aver analizzato i singoli costi diretti che compongono il totale della spesa sostenuta per una IPO, risulta interessante analizzare anche i costi indiretti, in modo da giungere ad una consapevolezza dei costi totali che interessano l'operazione. Solo così sarà possibile paragonare

<sup>30</sup> “Considering an IPO to fuel your company’s future?”, Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

<sup>31</sup> “Considering an IPO to fuel your company’s future?”, Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

una IPO con le altre alternative a disposizione per una società per raccogliere capitali. È importante tenere a mente che questo paragrafo, analizzando singolarmente i vari costi indiretti, non si prefigura l'obiettivo di giungere ad una verità assoluta che rende un metodo di finanziamento superiore ad un altro, ma di mettere in luce i pro e i contro di ogni alternativa principale (public equity, private equity, debito bancario o obbligazionario), facendo assumere il ruolo da protagonista ovviamente all'offerta pubblica di equity. Infatti, come già anticipato precedentemente in altri paragrafi, non vi è un metodo univoco individuabile come superiore agli altri, ma i singoli metodi dovranno essere di volta in volta contestualizzati nella realtà in cui si trova l'impresa. Solo valutando le caratteristiche proprie di quest'ultima e ponendole in relazione con i vantaggi e gli svantaggi dei diversi canali di finanziamento si riuscirà a giungere alla soluzione migliore per quella realtà.

Un importante costo indiretto è il tempo impiegato dal *management* per seguire l'operazione nelle sue fasi: da un primo momento di pianificazione fino all'esecuzione vera e propria della IPO passa molto tempo (da almeno sei mesi a più di due anni per le operazioni più complesse). Senza contare poi che quando la società diventa a sottoscrizione pubblica gli impegni del *management* continuano periodicamente.

Ovviamente il grado di attenzione richiesto aumenta progressivamente via via che l'IPO si avvicina: da circa sei mesi prima della fatidica data, l'impegno da dedicare diventa veramente importante. Tutto questo tempo che viene sottratto al *top management* potrebbe essere utilizzato per efficientare il business aziendale e quindi apportare migliorie all'impresa ed aumentarne il suo valore. Questo tempo e queste energie spese per seguire l'operazione si traducono quindi in un costo opportunità per la società, che deve impiegare i vertici del suo capitale umano al di fuori dell'ambito *core* della stessa.

Un altro costo indiretto tra i più importanti da considerare è la trasparenza informativa che l'azienda sarà obbligata a mantenere per il resto della sua esistenza post IPO (sempre che non effettui un *delisting* dalla Borsa ovviamente). Questo comporta oltre a costi indiretti anche costi diretti, che verranno trattati più nel dettaglio nel paragrafo "I costi successivi alla quotazione". Soffermandosi in questa sede sulla prima delle due tipologie di costi, trasparenza informativa significa sostanzialmente nudità dell'impresa agli occhi del mercato. Ogni tipo di rapporto in essere con fornitori, clienti, collaboratori, e soggetti terzi in generale, ogni contratto aziendale esistente, ogni scelta che possa assumere un risvolto rilevante nell'operatività dell'impresa, insomma ogni fattore che possa interessare l'azionista e fargli prendere decisioni in merito al

suo investimento azionario, deve essere reso pubblico. La trasparenza, e quindi la riduzione dell'asimmetria informativa tra azienda e mercato, è d'altronde un trend finanziario vigente in quest'epoca, che interessa l'economia sotto ormai moltissimi punti di vista (non solo quello borsistico, ma anche economico, bancario, finanziario, delle relazioni internazionali, etc). Ma più che i rapporti in essere tra l'azienda e i suoi *stakeholders*, potrebbe essere più pesante l'obbligo di condividere, all'interno delle comunicazioni periodiche rivolte agli azionisti e al pubblico in generale, i piani strategici aziendali. Questi infatti solitamente rimangono *top secret* nelle realtà aziendali private, costituendo uno dei fattori chiave per il risvolto futuro di un'azienda, perché si tratta proprio delle scelte che - se positive - si tramutano in vantaggi competitivi sui concorrenti. Ovviamente una società quotata non dovrà comunicare tutte le scelte strategiche che è pronta a porre in essere, ma comunque una gran parte di esse; nello specifico dovranno essere resi noti tutti quei piani strategici che interessano gli azionisti, quindi quelli afferenti alla sfera più prettamente finanziaria. Per citarne alcuni a titolo di esempio ci si riferisce a decisioni di aumento di capitale, nuovi piani di retribuzione azionaria (come *stock-options*), piuttosto che offerte di nuove tipologie di strumenti finanziari.

La partecipazione degli azionisti della società ai profitti della stessa è una conseguenza diretta alla scelta di quotazione. Per quanto sia vero infatti che gli azionisti non possano pretendere da un punto di vista legale-contrattuale la distribuzione dei dividendi, va sottolineato che attraverso la loro distribuzione si persegue una politica di massimizzazione del valore per gli stessi *shareholders*. L'aumento dei portatori di interesse come naturale risvolto post IPO ha infatti alcuni "effetti collaterali" di cui tenere conto, come ad esempio quindi il considerare le loro preferenze nello stacco o meno dei dividendi nella ridefinizione della strategia finanziaria aziendale.

Diventando pubblica poi una società deve adeguare il proprio assetto strutturale: saranno necessari cambiamenti organizzativi, gestionali e manageriali (temi che verranno poi ripresi all'interno del paragrafo "I costi successivi alla quotazione"). Comunemente si rendono indispensabili adeguamenti nelle seguenti aree: legale-statutario, dei sistemi informativi, utilizzo di principi di corporate governance, adozione di politiche di comunicazione e miglioramento complessivo del sistema interno di controllo di gestione.

Risulta anche necessario prestare particolare attenzione alle azioni che potrebbero essere fatte rientrare all'interno del concetto di *insider trading*, disciplinato dal TUF. L'evitare di incorrere

in questo tipo di reato comporta la creazione di un controllo interno volto a prevenire questo tipo di azioni. Infatti, nel caso non ci sia dolo (altrimenti il concetto di prevenzione verrebbe meno) si potrebbe comunque rientrare nel reato di *insider trading* qualora si diffondano, anche erroneamente o implicitamente, notizie su fatti idonei a influenzare l'andamento dei titoli azionari. Se ciò avviene, bisogna comunicare tempestivamente agli organi competenti (in Italia Borsa Italiana e CONSOB) quelle informazioni privilegiate che ormai debbono diventare di dominio pubblico.

Prima di passare ai costi indiretti che rientrano nella sfera delle imperfezioni di mercato e ai confronti tra i diversi canali di finanziamento, si prenderà in considerazione un ultimo costo indiretto, che per caratteristiche risulta affine all'ampio concetto delle imperfezioni di mercato. Ci si riferisce al fatto che il titolo di un'azienda quotata è suscettibile al mercato stesso nel quale si colloca. Diventare una società quotata significa infatti accettare il fatto che il prezzo dell'azione potrebbe venire influenzato da fattori che non hanno nulla a che vedere con la *performance* aziendale. Il valore del titolo potrebbe risentire pesantemente delle fasi congiunturali negative del mercato (anche positive ovviamente, ma questo caso non rientrerebbe nel concetto di costo indiretto), nonché da azioni speculative dirette al titolo stesso.

Altri costi indiretti si riferiscono invece, come poc'anzi accennato, al concetto di imperfezioni di mercato. Prima di approfondire questa tematica vale la pena definire il reale *cost of equity*, richiamando alcuni dei capisaldi della finanza aziendale moderna, il CAPM (*capital asset pricing model*) e la II Proposizione di Modigliani & Miller. In generale, il reale costo dell'equity è pari alla remunerazione attesa dagli investitori per detenere il titolo.

M&M lo identificano tramite una relazione algebrica che considera diversi fattori di rischio rilevanti che determinano il costo-rendimento atteso del capitale azionario. La relazione è la seguente:  $Re = Ro + (Ro - Rd) \times D/E \times (1 - Tc)$ . Il costo-rendimento dell'equity ( $Re$ ) è pari al costo-rendimento operativo ( $Ro$ , che rappresenta il *business risk*) ovvero quello del capitale di un'impresa non indebitata, aumentato dal rischio finanziario. Il suddetto è espresso dalla parte rimanente dell'equazione. Si ha quindi il differenziale di leva dell'indebitamento, ovvero ( $Ro - Rd$ ), che dovrebbe essere sempre positivo poiché il rendimento atteso del capitale dell'impresa senza debito ( $Ro$ ) dovrebbe comunque essere maggiore - perché più rischioso - rispetto al rendimento-costo del debito ( $Rd$ ). Questo differenziale è moltiplicato per la struttura finanziaria dell'impresa ( $D/E$ , debito totale su capitale azionario), tenendo conto dell'effetto dello scudo fiscale ( $1 - Tc$ , con  $Tc$  che identifica la *Tax Corporate*, ovvero la tassazione

societaria). Il significato della formula è che vi è una correlazione positiva tra il rendimento atteso del capitale azionario e il grado di indebitamento dell'impresa.

Secondo il CAPM invece il rendimento atteso di un titolo si determina prezzando alcuni fattori rilevanti, come il tasso *Risk Free* ( $R_f$ , cioè il tasso privo di rischio), aumentato per il Beta del titolo ( $\beta$ , che esprime la sensibilità del titolo rispetto a oscillazioni di mercato), moltiplicato per l'*equity risk premium* (ERP) ottenuto come differenza tra rendimento atteso di mercato ( $R_m$ ) e rendimento privo di rischio ( $R_f$ ). Il tutto è quindi così espresso algebricamente:  $R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$ . La logica che risulta è quindi che il rendimento atteso di un titolo è positivamente correlato con la sua sensibilità a oscillazioni di mercato e quindi al suo grado di rischiosità.

Se non ci fossero imperfezioni o frizioni di mercato  $R_e$  sarebbe lo stesso a prescindere che il titolo azionario sia rappresentativo di un'impresa privata o pubblica. Ma essendoci nella prassi queste imperfezioni che fanno venire meno il concetto di "mercato perfetto", il costo dell'*equity* ne risente aumentando. Dato che le imperfezioni sono di gran lunga maggiori nei mercati privati rispetto a quelli pubblici (che nella realtà rappresentano quanto più si avvicini al mercato perfettamente efficiente di stampo teorico), il costo dell'*equity* privato risulta, a parità di altri fattori, maggiore di quello pubblico. Le imperfezioni di mercato quindi rendono più vantaggioso un processo di IPO rispetto al reperimento di capitali tramite private equity.

Il termine "imperfezioni di mercato" sottende diversi concetti: di seguito verranno brevemente citati i più comuni, in relazione al modo in cui quel genere di imperfezione di mercato impatta sul costo dell'*equity*.

Uno di questi concetti è la liquidità: "si definiscono liquidi gli investimenti che possono essere immediatamente convertiti in denaro contante senza perdite in conto capitale"<sup>32</sup>, quindi senza incorrere in costi di transazione; questa potrebbe essere una prima definizione, data da Borsa Italiana. Più nello specifico, parlando di titoli azionari quindi, un'azione è definita liquida se comprandone molte il prezzo subisce una lieve variazione e se nel mercato vi sono molti investitori disposti ad assumere una posizione *sell* piuttosto che *buy*. Ciò si traduce in uno scenario nel quale lo *spread* denaro-lettera (cioè la differenza tra prezzo proposto da acquirenti e venditori) è basso e di conseguenza c'è un alto rapporto tra volume scambiato e azioni totali in circolazione (*turnover velocity*). In sostanza c'è un'elevata efficienza economica. Purtroppo però i comuni modelli di *asset pricing* non considerano nelle loro equazioni questo concetto, ragionando quindi come se fossimo in presenza di mercati perfettamente liquidi. Ma questo non rispecchia la realtà. Ciò che più si avvicina a un mercato perfettamente liquido sono i mercati

---

<sup>32</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/liquidita.htm>

azionari, di gran lunga più liquidi dei mercati privati, in cui trovare un acquirente è cosa assai più ardua. Meno liquidità c'è, più il costo dell'equity aumenta e contestualmente il rendimento atteso dagli azionisti. Questa relazione negativa esistente tra liquidità e rendimenti azionari, e quindi positiva esistente tra ritorno atteso dagli azionisti e *spread bid - ask* è stata inizialmente derivata in letteratura da Y. Amihud e H. Mendelson nel 1986, nell'articolo "*Liquidity and Stock Returns*" pubblicato nel Vol. 42, No. 3 del "*Financial Analysts Journal*".

Altro fattore che comporta un aumento nelle imperfezioni di mercato è rappresentato dalla segmentazione di mercato, ovvero la non equa possibilità di accesso per gli investitori ai differenti mercati. Nei mercati privati vi è un'alta segmentazione di mercato, poiché molti investitori (soprattutto quelli privati) non possono accedervi. Questo comporta un aumento nel rendimento azionario atteso, in risposta alla minor condivisione di rischio caratterizzante i mercati privati. Concludendo il mercato del private equity, essendo molto più segmentato rispetto a quello del public equity, comporta maggiori rendimenti attesi ovvero un maggior costo dell'equity da sostenere per le imprese.

Altro fattore che si sostiene sia responsabile delle imperfezioni di mercato è la *portfolio diversification*, che più è bassa più comporta un aumento di inefficienza. *Portfolio diversification* e concentrazione dell'azionariato sono concetti che vanno di pari passo e che si comportano da antagonisti. Più un'impresa ha una struttura dell'equity concentrata, ovvero suddivisa tra pochi soggetti che quindi detengono tutte quote partecipative significative, più è bassa la diversificazione di portfolio. Anche sotto questo punto di vista una società privata è peggiore di una a partecipazione pubblica, proprio perché (praticamente nella totalità dei casi) la prima ha una struttura dell'equity molto più concentrata rispetto alla seconda. Questa mancanza di diversificazione si traduce quindi in un aumento del rischio di portafoglio azionario e quindi, sempre per le regole base della finanza aziendale precedentemente analizzate, comporta un aumento di  $R_e$ , ovvero del ritorno atteso degli azionisti - costo dell'equity per l'impresa.

Un altro costo indiretto da considerare è l'asimmetria informativa esistente sempre tra emittente e potenziali investitori, che più alta è più riduce l'efficienza di mercato e più fa aumentare il costo dell'equity. Questa asimmetria è individuabile sia nel periodo pre, sia in quello post IPO. Nel periodo antecedente la quotazione costituisce un fattore da analizzare per capire se si riesca a raggiungere un'efficienza da un punto di vista del *timing* dell'operazione, invece nel periodo post impatta direttamente sul costo dell'equity, poiché rappresenta un *contracting cost*, ovvero un costo di contrattazione. In questa sede guarderemo all'asimmetria informativa nella seconda



accezione di cui sopra. Asimmetria informativa quindi che si traduce nella mancata consapevolezza da entrambe le parti (emittente e investitori) circa la volontà di chiudere una transazione (di vendita/acquisto di azioni) dell'altra parte. I due soggetti sono qui in contrapposizione poiché, non potendo sapere cosa si aspetta l'altro, né potendosi pienamente fidare delle informazioni dell'altro, si ritrovano a pensare a sé stessi senza venirsi incontro. Sebbene sia chiaro che l'asimmetria informativa vada ad impattare in maniera negativa sul costo dell'equity, non è qui possibile giungere a una conclusione sul preferibile tipo di struttura del capitale - privata o pubblica - come si era fatto nelle analisi precedenti. Infatti, non è affermabile che una struttura di equity privata riduca l'asimmetria informativa così intesa, o viceversa.

Per completezza, dopo aver analizzato i costi indiretti che rendono una IPO più o meno conveniente rispetto al mantenimento di una struttura di *private equity*, ci si soffermerà anche sul debito quale canale di finanziamento, anche se, vista la natura completamente differente dello stesso rispetto al *public equity*, i confronti che avrà senso fare saranno pochi. Infatti, gli azionisti hanno la proprietà dell'impresa e da essa possono attendersi una remunerazione non certa se sussistono *cash flows* residuali, che però teoricamente parlando potrebbero tendere all'infinito (si potrebbe da questo punto di vista paragonare il *payoff* degli azionisti a quello di una *call option*). Viceversa, i prestatori di denaro a titolo di debito hanno un diritto nel percepire il rimborso del debito che discende da un contratto, che assicura loro un ritorno fisso e periodico, concordato tra le parti. Dalle differenze sostanziali di cui sopra emerge quindi che il debito non diluisce l'azionariato al contrario di quanto faccia una IPO; il debito inoltre crea uno scudo fiscale, cosa che l'equity non fa; sempre il debito è la forma solitamente più economica per reperire denaro. Ci si riferisce più al debito bancario, rispetto a quello obbligazionario. Infatti, quest'ultimo non conviene mai a meno che non si stia considerando un'impresa matura di elevate dimensioni. È troppo costoso per la maggior parte delle aziende di dimensione piccola o media ed è molto più facile trovarsi in un Paese caratterizzato da un forte sistema bancario piuttosto che in uno dotato di un efficiente mercato obbligazionario e inoltre il debito bancario offre maggiori opzioni di ristrutturazione e riscadenzamento del debito. Tralasciando quindi i casi di imprese di elevate dimensioni, che potrebbero ricorrere all'emissione di *bond*, e dato anche che risulterebbe insensato paragonare codesta tipologia di emissione ad una IPO perché si dovrebbero considerare contemporaneamente troppe variabili che poi varierebbero sempre da impresa ad impresa, si limiterà l'analisi del debito bancario quale alternativa all'emissione di azioni guardando solo alle imprese di piccole e medie dimensioni. Questo genere di aziende,

se hanno valide prospettive di crescita, dovrebbero preferire una IPO rispetto al rimanere private e raccogliere capitali attraverso il debito. In primis perché il mercato bancario ha fallito nel finanziare questo genere di società che producono *cash flows* modesti se non negativi, proprio perché questa prerogativa non è in linea con il classico *business model* bancario, adatto ad aziende meno rischiose che producono flussi più stabili o comunque prevedibili. I fondi di *Private Equity* e *Venture Capital* hanno sopperito a questa lacuna, specializzandosi in finanziamenti rivolti a questo tipo di imprese. E costoro, come già accennato in altri contesti, tra le loro principali *exit options* vedono proprio un'IPO. In seconda istanza, il debito grava pesantemente quando si ragiona per costi opportunità nel non intraprendere un investimento. Perché se un'impresa in via di sviluppo ha alcune opportunità di investimento ma è carica di debito, spesso si troverà costretta a non intraprendere alcuni progetti, perché magari i loro ritorni economici andrebbero completamente erosi dal ripagamento del debito. Quindi il finanziamento tramite equity (pubblico ma anche privato) renderebbe questi progetti altrimenti non perseguibili a valore attuale netto positivo, permettendo di massimizzare il valore dell'impresa.

Inoltre, un'IPO porta sicuramente ad un aumento delle opzioni di finanziamento disponibili, rendendo disponibili tutti quei finanziamenti "ibridi" collegati ad azioni pubbliche. Ci si riferisce principalmente ad azioni convertibili e *warrants*, per citare le principali. Oltre a creare nuove opportunità di finanziamento poi un'IPO migliora le condizioni di quelle che erano già esistenti. Avendo infatti raccolto molto denaro contante tramite l'offerta pubblica iniziale un'impresa riesce ad accedere al debito bancario a migliori condizioni, risultando più solida da un punto di vista finanziario. Vi sono molti studi a supporto di ciò: a riguardo si cita Ransley (1984) che osservò che il 52% dei CEO intervistati nel suo sondaggio affermava che il fatto di essersi quotati aveva migliorato il *ranking* creditizio aziendale e quindi permetteva di accedere al credito bancario a migliori condizioni.

### **1.5.3 I costi successivi alla quotazione**

Per concludere l'analisi sui costi di una IPO non si può esimersi dal considerare i costi che sussistono dal momento che l'impresa è quotata, ovvero quelli post IPO. Perché una società una volta diventata a pubblica sottoscrizione deve sottostare al regolamento vigente in quel mercato azionario, e quindi deve da un lato modificare in parte la sua struttura organizzativa, dall'altro deve adempiere ad alcune pratiche burocratiche, solitamente svolte da soggetti terzi come

consulenti. Al contrario di quanto si possa pensare anche questi sono rilevanti da un punto di vista quantitativo

Si potrebbero suddividere i costi relativi all'essere una società quotata in due tipologie: quelli che si presentano una sola volta e quelli ricorrenti, che cioè si presentano ogni anno o più volte all'anno.

I primi sono dei costi che si sostengono una tantum per modificare la struttura aziendale. Si stima che in media le società sostengano questo genere di costi per un ammontare complessivo che supera il milione di dollari<sup>33</sup>. Rientrano in questo genere di costi quelli che vanno a modificare internamente l'organizzazione aziendale: rafforzare il sistema contabile, creare un nuovo piano di retribuzione azionaria per i dipendenti o implementare nuovi sistemi di controllo interni per una conformità burocratica e normativa. Ovviamente le regole burocratiche-normative alle quali le imprese quotate devono attenersi variano a seconda del mercato azionario (e di conseguenza dello Stato in cui vengono ricondotti legalmente). Ad esempio, negli Stati Uniti vige dal 2002 una legge federale conosciuta come "SOX" che, tra le altre cose, ha costituito il Public Company Accounting Oversight Board, ovvero un consiglio con funzione di vigilanza sui bilanci delle aziende quotate. Queste ultime incorrono in costi specifici per ottemperare alla suddetta legge e per sottostare agli altri regolamenti della SEC.

I costi ricorrenti invece gravano sul totale poco di più dell'altra tipologia. Il Grafico N. 4 aiuterà a farsi un'idea della mole di quest'ultimi: viene analizzata la spesa media annua che le aziende sostengono in costi ricorrenti. Dato che questi costi variano in misura rilevante a seconda della grandezza della società quotata, si è pensato di raggrupparli per fasce, evidenziando quanto quel range di costo sia più o meno comune. Risulta che più di due terzi dei CFO stimano che la spesa media annua sia compresa tra l'uno e i due milioni di dollari, il 17% sostenga un costo tra il mezzo milione e il milione di dollari e che di essi solamente uno su dieci riconosca costi ricorrenti superiori ai due milioni<sup>34</sup>. Sono pochissime invece le aziende che sostengono costi ricorrenti inferiori al mezzo milione di dollari.<sup>35</sup>

*Grafico N. 4: "Costi ricorrenti post IPO: spesa media annua"<sup>36</sup>*

---

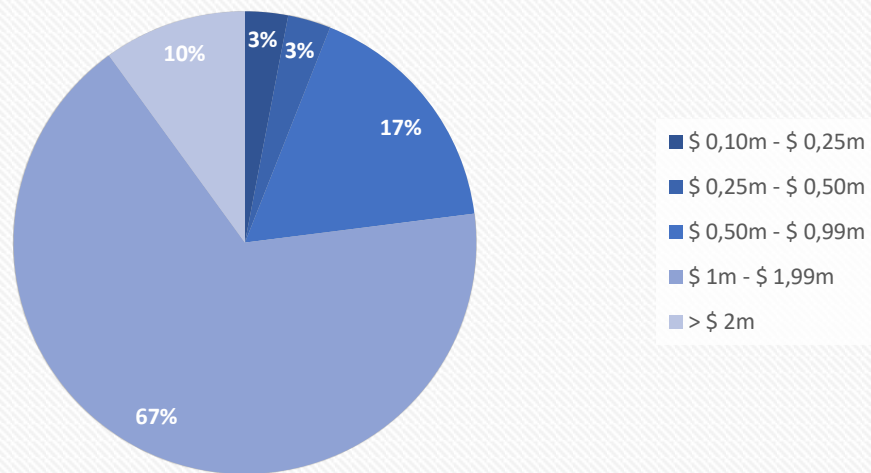
<sup>33</sup> "Considering an IPO to fuel your company's future?", Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

<sup>34</sup> "Considering an IPO to fuel your company's future?", Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

<sup>35</sup> "Considering an IPO to fuel your company's future?", Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

<sup>36</sup> "Considering an IPO to fuel your company's future?", Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

## Costi ricorrenti: spesa media annua



Questi costi si identificano principalmente attraverso le commissioni pagate a consulenti contabili e legali. Queste sono generate da un lato per produrre quel nuovo tipo di documentazione volta a rispettare le periodiche comunicazioni agli azionisti e al mercato in generale, dall'altro invece vi è un aumento generalizzato delle parcelle (soprattutto legate alla sfera contabile) per remunerare il maggior rischio al quale si sottomettono i revisori attestando la veridicità dei dati contabili (infatti essendo l'azienda quotata vi è una maggiore esposizione a terzi che prima non sussisteva).

Oltre a quelli derivanti dall'ambito della consulenza, vi sono anche costi ricorrenti legati all'assunzione del personale. Infatti, risulta economicamente vantaggioso internalizzare alcune funzioni, creando divisioni ad hoc per adempiere a tutti quei compiti extra derivanti dall'essere una società a pubblica sottoscrizione. Dato che quasi sempre non si riesce ad azzeccare subito il numero di nuovi dipendenti necessari per ogni area funzionale, le società quotate raggiungono una dimensione ottimale sotto questo punto di vista dopo molto tempo (ecco perché questo costo viene trattato nell'ambito dei costi ricorrenti). Le nuove divisioni che più spesso si riscontrano sono l'ufficio per le relazioni con gli investitori e quello che si occupa di conformità dei report con le norme vigenti in quel mercato. Molti altri nuovi dipendenti vanno invece a rafforzare divisioni già esistenti quali quella contabile, di pianificazione finanziaria, di *audit*, *risk management*, tassazione, etc.

Analizzando complessivamente i costi (senza quindi distinzioni di tipologie) circa la metà dei costi sono attribuibili alle commissioni di *audit* (prime in classifica pesando un terzo sul totale)

e ai *financial reporting*. Considerevole poi è il peso dei costi legali (16%) e di quelli destinati alla conformità normativa (12%).<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> “Considering an IPO to fuel your company’s future?”, Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

## CAPITOLO 2

### Determinazione del prezzo di emissione di una IPO

#### 2.1 IPO mechanisms

Nel capitolo precedente si è analizzato il processo di una IPO, inteso come le fasi attraverso le quali si perfeziona l'emissione. Tuttavia, non si è ancora osservato il processo nella sua fase cruciale ovvero quella di determinazione del prezzo, assumendo un punto di vista tecnico. Ci sono molte variabili da tenere in considerazione tra cui il fatto che ogni IPO è unica nel suo genere, per *business model* dell'emittente, per condizioni di mercato, etc. Le combinazioni per definire il prezzo di una azione in caso di nuova emissione azionaria sono quindi potenzialmente illimitate, tuttavia le opzioni a disposizione sono riconducibili a tre categorie. D'ora in avanti si farà riferimento ad esse con il termine di "*IPO mechanisms*" intendendo *book-building*, *auctions* e *fixed-price offerings*. Questi *IPO mechanisms* differiscono in molti aspetti l'uno dall'altro. Cambia quando e come viene fissato il prezzo, il modo in cui gli investitori possono inviare gli ordini, la modalità di allocazione delle azioni, e molte altre sfaccettature che verranno presentate di seguito.

Dopo una prima individuazione dei fattori caratterizzanti l'*IPO mechanism*, il suddetto verrà analizzato soffermandosi sulla sua efficienza e attraverso le teorie di economisti che negli anni passati hanno studiato nel dettaglio queste metodologie di determinazione del prezzo.

Il concetto di efficienza al quale si fa riferimento ha in primo luogo l'obiettivo di determinare un prezzo in grado di massimizzare i proventi derivanti dall'IPO secondo l'ottica dell'emittente. In seconda istanza tiene conto di altri fattori, come la capacità del meccanismo di generare informazioni trasparenti nel mercato o come la capacità del metodo di trattare le diverse classi di investitori equamente, dando loro uguale peso e possibilità di successo. Nonostante questi ultimi due fattori (e molti altri che si potrebbero considerare) siano importanti per assicurarsi la correttezza del sistema in senso lato, l'analisi è incentrata ponendo molta più rilevanza al concetto di efficienza secondo l'accezione di determinazione del prezzo ottimale in grado di massimizzare i proventi dell'emittente. Infatti, si considera che sia esso stesso il vero scopo che spinge un'azienda a quotarsi e quindi che è responsabile dell'esistenza delle IPOs.

A fare da sottofondo all'analisi, vi è il continuo rimando al concetto di *underpricing*, poiché lo stesso è in strettissima correlazione con il concetto di efficienza del prezzo d'emissione, essendo una sorta di suo antagonista. Infatti, seppur l'analisi sia impostata da un punto di vista più accademico che pratico, si è comunque cercato di inserire i concetti teorici nella realtà dei mercati delle IPOs, e per farlo è stato ovviamente necessario considerare alcune implicazioni pratiche, come appunto l'*underpricing*. Questo concetto, già più volte spiegato e al quale spesso si è fatto riferimento, viene ripreso nel paragrafo 2 del presente capitolo per fornire un maggior dettaglio allo stesso.

### 2.1.1 Book-Building

Si analizzerà dapprima la procedura di *book-building*, la cui caratteristica principale è di concedere la massima discrezione all'*underwriter* e all'emittente di prezzare e allocare poi le azioni. Questa modalità di *pricing* è quella utilizzata nelle IPOs che si basano su un accordo tra banca d'investimento ed emittente chiamato "*firm commitment*" (o "*bought deal*"), attraverso il quale l'*investment bank* si assume la responsabilità di sottoscrivere la totalità delle azioni e quindi è esposta al rischio di rimanere con azioni invendute in portafoglio. Quindi un'IPO basata su *firm commitment* è sì rischiosa, ma è quella che più conferisce un'ampia autonomia di *pricing* all'*underwriter* e di conseguenza un alto profitto potenziale. Il suddetto è equivalente allo *spread* risultante come differenza tra il prezzo di acquisto dei titoli pagato all'emittente e il prezzo di vendita sul mercato nel primo giorno di negoziazioni, al quale si aggiungono le varie commissioni che l'emittente dovrà pagare al consorzio di collocamento per il rischio che quest'ultimo si assume nel rimanere con azioni invendute in portafoglio e per la consulenza apportata in senso lato. La commissione che remunera il rischio dei membri del consorzio di collocamento di dover acquistare in proprio i titoli rimasti invenduti alla conclusione del periodo di offerta è chiamata *Underwriting Fee*. Le altre tipologie di commissioni sono pagate per l'attività di organizzazione e consulenza. La *Management Fee* è divisa tra i *co-lead managers* per l'attività di direzione e organizzazione del consorzio, la quale prende il nome di *Praecipium Fee* per la quota spettante al *Lead Manager*. La *Selling Fee* è positivamente correlata alla quantità di azioni che ognuno dei membri del consorzio riesce a vendere effettivamente al mercato e, implicitamente, va anche a remunerare il fatto che il consorzio mette a disposizione la propria rete di vendita per il collocamento.

Sostanzialmente in questo tipo di offerta l'*underwriter* altro non è che un venditore che si pone come intermediario. Il processo di *book-building* si inizia a concretizzare durante il *road show*, nel quale l'*underwriter* comprende l'interesse dei potenziali investitori attraverso le loro manifestazioni d'interesse, nelle quali spesso viene specificato l'importo massimo che sarebbero disposti a pagare per un determinato ammontare di azioni. Non essendoci vincoli legati alla manifestazione d'interesse, quali ad esempio *penalty* da pagare in caso di annullamento dell'ordine, gli investitori si sentono liberi di ragionare in via ipotetica e d'altro canto la banca d'investimento ottiene delle informazioni genuine dalle controparti, riuscendo ad abbozzare una curva della domanda. Il processo è continuo e la buona riuscita della creazione del *book-building* dipende spesso, oltre che dalla capacità analitica dell'*underwriter* di analizzare la disponibilità a pagare del mercato, anche dall'abilità dello stesso nel tenere alto l'interesse degli investitori via via che si avvicina l'IPO. Si dice infatti che la costruzione del *book-building* sia tanto una scienza quanto un'arte.

### **2.1.2 Considerazioni sull'efficienza del Book-Building**

Da un punto di vista teorico, in letteratura il *book-building* è riconosciuto come il metodo di *pricing* più efficiente, per più di un motivo.

Innanzitutto, come più sopra accennato, il metodo di raccolta delle informazioni della banca d'investimento permette indirettamente di creare una curva di domanda sulla quale basarsi per determinare il prezzo di offerta. Le informazioni date dagli investitori istituzionali sono appunto non vincolanti per loro e questa libertà li spinge ad essere onesti al riguardo. Ciò va a ridurre l'asimmetria informativa in maniera sostanziale, che come si è visto è uno dei maggiori problemi ricorrenti quando si parla di efficienza relativamente alle IPOs. Proprio per questo motivo, il prezzo di emissione si basa in misura prevalente sulle informazioni raccolte. A supporto di queste asserzioni vi sono numerosi studi in letteratura, tra i quali spicca l'articolo F. Cornelli e D. Goldreich (2003)<sup>38</sup> dal quale si evince appunto che il prezzo d'emissione è funzione delle informazioni rivelate dagli investitori. Nel loro studio, gli ordini con relativi limiti di

---

<sup>38</sup> F. Cornelli e D. Goldreich, 2003, "Bookbuilding: How Informative Is the Order Book?", The Journal of Finance Vol. 58



prezzo e quantità di azioni che gli investitori erano disposti ad acquistare, raccolti nei 63 *order books* analizzati di emissioni di equity su scala internazionale, spiegano circa l'80% del prezzo finale di emissione. La precisione del prezzo d'offerta è quindi, secondo il loro studio, direttamente dipendente dalla quantità di informazioni raccolte, che è funzione della bravura della banca d'investimento in questione. Questa riduzione dell'asimmetria informativa riduce di conseguenza l'*underpricing*, dato che la banca d'investimento è più conscia del livello massimo di prezzo al quale è molto probabile riuscire a collocare tutta l'offerta, e di conseguenza può correggere verso l'alto il prezzo negli ultimi giorni prima dell'IPO.

D'altro canto, l'efficienza del metodo del *book-building* è conosciuta in letteratura poiché si sostiene che l'*underwriter* riesca ad implementare delle specifiche tecniche di *pricing* che consentono di massimizzare i proventi attesi. I primi a studiare il *book-building* come meccanismo ottimale furono L. M. Benveniste e P. A. Spindt (1989)<sup>39</sup>. Essi partirono dal presupposto che l'emittente è colui che più sa il reale valore della propria azienda (e quindi il valore reale delle azioni), ma ovviamente non lo comunicherà alla banca d'investimento, la quale non sa quindi il reale valore dell'azienda. Può certamente presupporlo tramite una *valuation analysis*, ma si affiderà prevalentemente a quanto sono disposti a pagare gli investitori. Questi sono investitori istituzionali, quindi solitamente ben informati, disposti a studiare il caso aziendale nel dettaglio poiché mirano ad acquistare grossi pacchetti azionari. Qui sorge però un problema: questi ultimi hanno un vantaggio in questa situazione, sapendo infatti che la banca d'investimento che deciderà il prezzo si baserà su quanto loro affermano di essere disposti a pagare. Ergo, saranno incentivati a mentire a riguardo, ovviamente al ribasso. Ciò perché sperano di partecipare ad una IPO *underpriced*, in modo da pagare poco un titolo che all'indomani dell'emissione varrà molto di più di quanto pagato. Sperano quindi di sfruttare a proprio vantaggio le loro informazioni private, concetto che in letteratura è conosciuto come *informational rent*.

La banca d'investimento invece ha l'obiettivo opposto: essa infatti deve riuscire a ottenere delle informazioni non falsate, e per farlo procede con una strategia riassumibile come segue. Sfavorirà gli investitori che hanno comunicato una disponibilità a pagare più bassa assegnando loro il quantitativo minimo di azioni, ovvero quello rimanente dopo aver dato la precedenza agli investitori disposti a pagare un

---

<sup>39</sup> L. M. Benveniste e P. A. Spindt, 1989, "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, Issue 2, Pages 343-361

prezzo più alto, assegnando loro il maggior numero di azioni. Sapendo che l'*underwriter* adotterà questa strategia di allocazione, chiunque tenderà a non mentire quando comunicherà il suo livello massimo di prezzo al quale sarà disposto a comprare le azioni, per non ritrovarsi con un quantitativo di gran lunga inferiore a quanto richiesto, o addirittura nullo. Questo perché puntare al ribasso porta sì ad una maggiore probabilità di far abbassare il prezzo d'offerta e quindi a comprare azioni "sottocosto", ma se queste non bastano a rendere il profitto totale superiore rispetto a quello che si otterrebbe avendo un maggior pacchetto azionario, allora conviene essere onesti per mirare ad ottenere la quantità richiesta. Questa tecnica di allocazione dell'*underwriter*, inducendo ad una elevata trasparenza informativa, consente di quasi eliminare l'asimmetria informativa tra le parti. Come conseguenza si massimizzano i proventi attesi da un lato, mentre dall'altro viene minimizzato l'*underpricing*.

Nel 1997 L. M. Benveniste, insieme a W. Y. Busaba<sup>40</sup>, riprese le considerazioni di cui sopra. I due studiosi si soffermarono sulla possibilità consentita agli *underwriters* di modificare al ribasso o al rialzo il prezzo d'offerta fino all'ultimo momento prima dell'IPO, identificando in questo fattore la chiave di volta per meglio comprendere la minimizzazione dell'*underpricing* come conseguenza alla strategia di allocazione azionaria studiata anni prima.

Ripresero queste considerazioni nel 2002 B. Biais e A. M. Faugeron-Crouzet<sup>41</sup>. Nello specifico venne analizzato il potere degli *underwriters* di discriminare gli investitori nel processo di allocazione delle azioni.

Fulghieri e Spiegel (1993)<sup>42</sup> pubblicarono individuando la diretta conseguenza a quando teorizzato dai colleghi di cui sopra, nella creazione di un meccanismo di favoritismo tra banca d'investimento e investitori istituzionali, che ribalta la situazione iniziale ponendo l'*underwriter* in una posizione di vantaggio. Infatti, esso può sfruttare a proprio vantaggio il fatto che gli investitori istituzionali si ritrovano a sostenere ripetute interazioni con le banche a mano a mano che partecipano alle IPOs, potendo infatti "minacciare" gli investitori tramite discriminazioni riguardo le allocazioni dei pacchetti. Questo genere di taciti accordi stile *quid pro quo* può generare collusione nei confronti

---

<sup>40</sup> L. M. Benveniste e W. Y. Busaba, 1997, "Bookbuilding Versus Fixed-price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing Ipos", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No. 4

<sup>41</sup> B. Biais e A. M. Faugeron-Crouzet, 2002, "IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet", *Journal of Financial Intermediation* Vol. 11 Issue 1

<sup>42</sup> P. Fulghieri e M. Spiegel, 1993, "A theory of the distribution of Underpriced Initial Public Offers by Investment Banks", *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol 2. Issue 4

dell'emittente e potrebbe sì ridurre ulteriormente l'*undepricing* ma anche segnare negativamente la correttezza dell'operazione.

Altri studiosi hanno poi analizzato questo fenomeno da un punto di vista etico. T. H. Maynard nel 2002<sup>43</sup> condannò la pratica di *spinning*, ovvero la pratica secondo la quale l'*underwriter* alloca pacchetti di IPO *underpriced* all'alto management di grosse aziende non quotate, con l'obiettivo di ottenere in futuro mandati di IPO per la quotazione di queste. Questa tecnica fu identificata come una pratica di corruzione aziendale e nel 2003, grazie a studi come questo, lo *spinning* venne bannato da parte dei regolatori di mercato.

Un'altra pratica ora illegale che si identifica come derivante dall'utilizzo del *book-building* è quella del *laddering*, secondo la quale gli *underwriters* allocavano i titoli agli investitori istituzionali solamente qualora questi acconsentissero a comprare azioni addizionali ad un prezzo più alto nell'*aftermarket*. Questa pratica divenne illegale dopo alcune attività investigative della Security Exchange Commission effettuate nel 2002 sul comportamento adottato da Goldman Sachs e Morgan Stanley negli anni precedenti. Non vi furono delle incriminazioni a riguardo, ma molte voci sembrano confermare questa pratica come largamente diffusa al tempo. Le conseguenze di questa pratica sono altamente nocive per il mercato. Innanzitutto, si tratta di un tipo di manipolazione del mercato. Questa pratica pone in una posizione di assoluto controllo le banche d'investimento (che realizzavano commissioni esorbitanti) e che creavano forti favoritismi nei confronti degli investitori istituzionali. Molti sostengono che in quel periodo - *Dot Com Bubble* - questa fosse una delle cause principali in grado di spiegare gli enormi rendimenti realizzati nel primo giorno di quotazione e gli incrementi vertiginosi di capitalizzazione nell'*aftermarket* in generale (nel breve e medio periodo). Queste pratiche illegali sono viste come direttamente legate al metodo del *book-building* e hanno dato il via ad una corrente di studi che lo condanna da un punto di vista etico. Infatti, è innegabile che con l'utilizzo di questi stratagemmi (ora illegali) chi ne ricevette maggior danno furono gli investitori *retail*.

### 2.1.3 Fixed-Price

---

<sup>43</sup> T. H. Maynard, 2002, "Spinning in a Hot IPO -- Breach of Fiduciary Duty or Business as Usual?", William & Mary Law Review

Con la modalità *fixed-price*, come suggerisce il nome, il prezzo è fisso, cioè è fissato prima che si perfezioni l'IPO e quindi gli investitori conoscono il prezzo di emissione prima del primo giorno di contrattazione dei titoli, in quanto lo stesso è indicato già nel prospetto informativo. È un metodo che storicamente ha trovato utilizzo in stati con legislazioni atte a favorire la supremazia di questa metodologia di *pricing*, o che proibivano direttamente le altre procedure; a riguardo si citano gli stati di Singapore, Thailandia, Hong Kong, UK e Israele.

Questa modalità di *pricing* è altresì conosciuta con i nomi di “*open offer*”, “*public offer*” e “*universal offer*”, ed è quella che viene utilizzata per l'altra tipologia di IPO, la *best-efforts commitment*, opposta alla *firm commitment* di cui sopra. In essa l'*underwriter* infatti non assume il rischio di rimanere con azioni invendute in portafoglio, ma si impegna solamente a fare del suo meglio per vendere più azioni possibili, senza identificare un *outcome* specifico. Si limita quindi a promettere il maggior impegno nell'operazione, il *best-effort* appunto. Non sottoscrive quindi la totalità delle azioni dell'emittente, ma ha la possibilità di acquistare solo il quantitativo necessario per incontrare la domanda del mercato. Essendo per esso una situazione di gran lunga meno rischiosa rispetto alla *firm commitment*, la sua remunerazione è inferiore, derivando da una tariffa fissa per la consulenza apportata, in gergo una *Flat Fee* appunto. Siccome il prezzo viene fissato prima dell'IPO, l'*underwriter* non assume qui una posizione attiva nella vendita delle azioni ed inoltre ha una discrezionalità limitata nell'allocazione delle stesse. La sua funzione è quindi più circoscritta alla fase preliminare dell'IPO, mentre in quella cruciale dell'operazione svolge più che altro una funzione di monitoraggio e controllo. Durante la fase preliminare, nell'accettazione dei preordini, l'*underwriter* li tratta con equità, a prescindere dal fatto che essi provengano da un investitore istituzionale o retail, per essere *compliant* con le *fairness rules*. L'unica eccezione da un punto di vista di equità nell'accettazione degli ordini è relativa alla dimensione dell'ordine: vengono favoriti gli ordini di pacchetti azionari più piccoli, quindi quelli degli investitori retail.

Al giorno d'oggi spesso la modalità *fixed-price* coesiste con quella del *book-building*, in quanto la combinazione di entrambe risulta più efficiente per la soddisfazione di tutte e due le categorie di investitori: la prima appunto meglio si addice a quelli retail, la seconda a quelli istituzionali.

#### **2.1.4 Considerazioni sull'efficienza del metodo fixed-price**

Analizzando questo metodo di *pricing* da un punto di vista teorico per capirne l'efficienza bisogna considerare due dirette conseguenze che si generano quasi sempre e che sono spesso

tra loro collegate, le quali sembrano non evitabili quando viene utilizzato questo approccio. Il momento in cui queste conseguenze si manifestano è quello della sottoscrizione dei titoli emessi, momento tipico dell'IPO nel quale le informazioni giocano un ruolo essenziale. Entrambe però si riferiscono più ad un concetto di inefficienza di mercato piuttosto che di efficienza, rendendolo da un punto di vista accademico un metodo non stimato dagli economisti.

La prima delle due conseguenze è il cosiddetto “*herding*”, fenomeno oggetto di numerosi studi da parte della branca della finanza comportamentale. Esso si riferisce appunto ad una tipologia di comportamento adottata dagli investitori in situazioni spesso relative ad una novità di mercato, positiva o negativa che sia, come appunto può esserlo una IPO di una società. Il fenomeno, altresì noto come “*herd instinct*”, come suggerisce la traduzione dall'inglese sta a significare l'effetto gregge che si manifesta quando una moltitudine di investitori basa le proprie decisioni non secondo un comportamento razionale, bensì facendosi trascinare dalle emozioni e dal comportamento altrui, dal gregge appunto. Nel momento di sottoscrizione di una IPO *fixed-price*, vi è la creazione di una grandissima quantità di informazioni, che esplose solo in quel momento, quando cioè gli investitori manifestano il loro interesse o meno per l'IPO. Si basano quindi sui *rumors* di quel momento, piuttosto che su una decisione razionale basata su un'analisi quantitativa. Al contrario del *book-building*, che è una procedura in divenire, quella *fixed-price* è statica, il prezzo è fissato già da tempo e non si conosce fino al momento della sottoscrizione come il mercato percepirà quel prezzo che è stato deciso a priori. Questa particolare situazione è una delle più comuni nelle quali si manifesta l'*investors herding*: la diretta conseguenza è un “o tutto o niente”, ovvero una IPO *fixed-price* è solitamente o un gran successo o un gran flop.

La seconda conseguenza è la cosiddetta “*winner's curse*” (maledizione del vincitore), fenomeno applicabile in senso lato a molteplici situazioni economiche, ma che trova nel contesto delle IPO, e ancor di più in quelle di tipo *fixed-price*, il suo massimo significato. Sempre rimandando al concetto di asimmetria informativa che sussiste tra diverse categorie di investitori, è palese che quelli istituzionali, i più informati, grazie alla conoscenza in loro possesso tendano ad evitare le IPO *overpriced* e si concentrino nel partecipare a quelle che ritengono *underpriced*. D'altro canto, gli investitori meno informati (che quasi sempre coincidono con quelli retail), tendono in media a partecipare a tutte le offerte indistintamente. Per diretta conseguenza quest'ultimi sono orientati inconsapevolmente ad una allocazione delle azioni di emittenti che sovra prezzano l'emissione, perché nelle IPOs che sono *underpriced* si troveranno davanti una maggiore concorrenza nel sottoscrivere le azioni e quindi ne riceveranno

meno, mentre in quelle *overpriced* non si ritroveranno fianco a fianco agli investitori istituzionali e quindi ne usciranno con ampi quantitativi di allocazioni. Quindi gli investitori non informati, statisticamente parlando, perderanno denaro dai loro investimenti nelle emissioni azionarie: la *winner's curse* nell'essere riusciti ad accaparrarsi dei pacchetti azionari di prima emissione. Questa cosiddetta maledizione, in accordo con quanto sostenuto da un'ampia corrente letteraria, capeggiata dal già citato studio condotto da Biais e Faugeron – Crouzet nel 2002, è minimizzata nella procedura di *book-building*. Infatti, in essa la procedura che conduce alla determinazione del prezzo di emissione consente di aggiustare via via il prezzo finale, in base alle informazioni che vengono rivelate indirettamente dagli investitori che fanno le offerte e quindi è poco probabile che queste non riflettano per niente la disponibilità a pagare del mercato per quell'emissione; di conseguenza è meno probabile che l'IPO risulti *overpriced*. Per questo motivo gli investitori meno informati non si devono poi così tanto preoccupare di incorrere nella *winner's curse*, proprio perché è improbabile che, se ricevono delle azioni, queste siano di una IPO *sovraprezzata*. Al contrario, nel metodo *fixed-price* che ha come caratteristica intrinseca quella di fissare il prezzo prima che si venga a conoscenza della disponibilità a pagare del mercato, è più alta la probabilità di un'emissione *overpriced*, e in questo caso si manifesta la *winner's curse* ai danni dei meno informati. Questa maledizione è una delle più famose inefficienze di mercato, che considerata insieme a quella dell'*herding*, danno una forte evidenza teorica del motivo che spinge ai più di ritenere il metodo *fixed-price* come peggiore rispetto a quello del *book-building*.

### **2.1.5 Auction**

Il terzo IPO *mechanism* è quello conosciuto come "*auction*" che altro non è, come fa intendere la traduzione letterale della parola, che un'asta. È il metodo ad oggi meno diffuso, usato in passato in almeno 24 Stati, ma senza riscuotere grande successo. Tra tutti i metodi è quello che conferisce meno controllo sull'output finale sia agli *underwriters* e sia all'emittente. Anche qui quindi l'*underwriter* svolge un ruolo passivo nella determinazione del prezzo, che è lasciato totalmente nelle mani degli investitori. Infatti, la caratteristica base di una *auction*, che è presente in tutti i tipi di aste che si possono configurare in una IPO, è che gli ordini sono anonimi e si compongono di prezzo e quantità che un investitore è disposto a pagare per quell'azienda. Alla luce di ciò, questo IPO *mechanism* è il più democratico, supportato da una corrente letteraria che tende a identificarlo come il più equo nella determinazione del prezzo.

È largamente riconosciuto che il sistema d'asta sia uno dei meccanismi di definizione del prezzo di un bene più efficiente, ma trasposto nel contesto di un'offerta pubblica iniziale il suddetto sembra perdere gran parte della sua efficienza. Il fatto che si sostenga che sia il metodo più equo è abbastanza innegabile, infatti si lascia piena discrezionalità nella definizione del prezzo agli investitori, che sono liberi di esprimere quello che realmente pensano sia il valore di un'impresa e gli ordini di costoro hanno la stessa valenza, sia che essi siano investitori retail piuttosto che istituzionali. Ciò che non si condivide in letteratura riguardo questo IPO *mechanism* è invece che lo stesso giunga alla determinazione del prezzo ottimale per un'impresa, che è un concetto che non necessariamente coincide con quello di equità. Non è infatti vero che gli investitori siano in grado di determinare il prezzo esatto, anzi è più probabile che riescano a farlo l'emittente e le banche d'investimento, che sicuramente possiedono informazioni preferenziali che sfociano in valutazioni più accurate. Probabilmente è questa la motivazione principale che nel corso del tempo ha fatto sì che questo metodo non si consolidasse alla stregua degli altri due.

Nonostante ciò ci sono svariati casi di società anche famose che hanno adottato questo IPO *mechanism* nella loro offerta pubblica iniziale. Il caso forse più lampante è quello di Google Inc. (ora controllata da Alphabet Inc.) che usò una Dutch Auction nella sua IPO del 2004, per evitare il cosiddetto “effetto POP” (lo sbalzo verso l'alto del prezzo per azione di circa il 10/20% nei primi giorni post IPO – ovvero un lieve *undepricing*) e democratizzare la IPO. Nei documenti dell'offerta venne scritto che “*Many companies going public have suffered from unreasonable speculation, small initial share float, and stock price volatility that hurt them and their investors in the long run. We believe that our auction-based IPO will minimize these problems, though there is no guarantee that it will*”<sup>44</sup> Proprio per la riconosciuta incertezza che una Dutch Auction comporta nella determinazione dell'output finale, perfino ammessa dal *board* di Google in seguito alla scelta di questo IPO *mechanism*, si ritiene che l'IPO sia stata un successo. Ciò nonostante l'incremento nei primi due giorni del prezzo per azione del circa 30% (prezzo di emissione pari a 85\$ e chiusura del secondo giorno a 108\$), che fa comunque discutere circa il fatto se questo *undepricing* si fosse potuto evitare con un IPO *mechanism* più tradizionale come il *book-building*.

Passando ad un'analisi più approfondita del sistema d'asta per le IPOs, occorre dapprima individuarne le principali tipologie. Le due principali, dalle quali discendono le altre che

---

<sup>44</sup> Alphabet site: Investor relation: 2004 Founder's IPO letter: <https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004-ipo-letter/>

differiscono per varie sfaccettature, sono la *uniform price auction* e la *discriminatory price auction*.

La prima, altresì indicata con i nomi di *Dutch auction*, *descending price auction* o *clearing price auction*, si caratterizza per il fatto che tutti gli offerenti si ritrovano col pagare lo stesso prezzo per azione. Esso si determina intersecando l'offerta fissa (data dal numero di azioni emesse) con la curva di domanda generata dall'aggregazione cumulativa degli ordini, prendendo come prezzo d'emissione quello dell'investitore che si è aggiudicato le azioni offrendo il prezzo più basso. Questo investitore è quindi l'ultimo ad aver ricevuto l'allocazione dell'ultima azione disponibile. Si perché in questo tipo d'asta si allocano le azioni soddisfacendo integralmente le quantità richieste nelle singole offerte partendo da quella con prezzo più alto, e si procede via via scendendo verso il basso fino a che l'ultima azione disponibile dell'IPO viene allocata. Si guarda quindi il prezzo che era stato offerto in quella specifica offerta che è stata l'ultima ad essere soddisfatta e si applica a tutte le offerte precedentemente accolte (quindi tutte le altre con prezzo più elevato) quel prezzo.

La seconda tipologia di *auction*, nota anche come *pay-as-bid auction*, differisce dalla precedente per il fatto che ogni investitore paga quanto offre. Vengono quindi soddisfatti gli ordini integralmente partendo da quello con prezzo più alto, scendendo via via verso gli altri con prezzi d'offerta più bassi fino a che si esauriscono le azioni disponibili, ma appunto ogni investitore paga quanto ha offerto.

Da queste due tipologie base ne derivano poi molte altre.

Le *auctions* ibride ad esempio combinano il sistema d'asta con quello *fixed-price*. Sistemi di questo tipo si sono visti in Taiwan e Giappone, dove le azioni si allocano inizialmente con una *discriminatory price auction* e, al raggiungimento della metà della quantità offerta nell'IPO, si continua con una *open offer*.

In altri sistemi d'aste si conferisce invece una lieve discrezionalità all'*underwriter* nella definizione del prezzo, cercando di neutralizzare le inefficienze di questo IPO *mechanism* importando alcune qualità del *book-building*. In alcune legislazioni ci sono state delle regole che permettevano all'*underwriter* di decidere un range di prezzo entro il quale l'*auction* poteva ricadere, in altri invece gli si conferiva il potere di scartare i cosiddetti *free-riders*, ovvero gli investitori che rispetto agli altri offrivano dei prezzi di gran lunga superiori (potremmo considerarli alla stregua dei "cigni neri" in una Gaussiana). Altra categoria d'asta in cui si conferisce discrezionalità all'*underwriter* sono le cosiddette "*dirty auctions*", che si basano sul modello della *uniform price auction*, ma che consentono all'*underwriter* di modificare al ribasso il prezzo d'offerta risultante dal normale procedimento utilizzato in questo metodo.



Questa variante si è usata in Francia sotto il nome di “*offre a prix minimum*” (OPM) *method*. Tutte queste varianti d’aste che fanno assumere un ruolo meno passivo all’*underwriter*, sfociano in un *underpricing* intenzionale pilotato dalle banche d’investimento. Quindi verosimilmente in una determinazione più efficiente del prezzo d’offerta, perché danno la possibilità alla parte più esperta di correggere il prezzo derivante dalla curva di domanda presentata dalla parte meno esperta. Nonostante ciò la letteratura considera queste varianti comunque come inferiori a livello d’efficienza rispetto al *book-building*, che al giorno d’oggi risulta essere l’*IPO mechanism* più efficiente secondo l’accezione di determinazione del prezzo che più massimizza i proventi raccolti da un punto di vista dell’emittente.

Tornando a considerare le *auctions* tradizionali, ognuna di queste si associa con la possibilità di *underpricing*, che però non può essere intenzionale, proprio perché l’*underwriter* gioca qui un ruolo passivo.

La *discriminatory price auction* si identifica in letteratura come quella soggetta ad un maggior *underpricing* e la motivazione risiede nel sopracitato concetto della *winner’s curse*. Infatti, in questo tipo d’asta l’investitore non informato si preoccupa inevitabilmente di pagare più del dovuto l’offerta e come conseguenza è tentato di offrire un prezzo più basso rispetto a quello derivante dalla sua valutazione aziendale.

Nell’*uniform price auction* invece questa logica non sussiste nei meno informati, poiché il prezzo d’offerta - quello che si andrà effettivamente a pagare - è pari a quello dell’ultima offerta vincente, cioè quella con il prezzo più basso. Quindi non vi è la paura di sovra pagare un’azione se si offre un prezzo che riflette la propria valutazione. La spinta ad essere onesti risiede appunto nel fatto che o non si rientra nell’asta, o si è l’ultimo ordine soddisfatto e si paga esattamente quanto comunicato nell’offerta, oppure si andrà a pagare un prezzo inferiore rispetto a quanto si era disposti a pagare. Non ci sarà invece lo scenario in cui si riceve un’allocazione avendo pagato un prezzo più alto rispetto a quello pagato dagli altri investitori, con la convinzione ad asta terminata di aver potuto offrire di meno (come accade invece nella *discriminatory price auction*). Tramite la *uniform price auction* si ottiene quindi la pura informazione di ogni investitore circa la sua disponibilità a pagare e quindi riguardo la sua reale valutazione dell’impresa. L’unico caso citato nella teoria come possibile causa di *underpricing* pilotato per questo tipo d’asta è una tacita collusione tra gli offerenti, che risulta comunque una considerazione utopica nel mondo reale in cui vi sono migliaia di investitori che non si conoscono l’un l’altro, e abbastanza insensata come osservazione perché questa logica non realistica si potrebbe allo stesso modo applicare per ogni tipo di *IPO mechanism*.

### 2.1.6 Considerazioni sull'efficienza delle auctions

Considerando vantaggi e svantaggi delle *auctions*, si evidenzia che, seppur sia l'IPO *mechanism* più equo, spesso non è il più efficiente. Si tralasceranno in questa analisi le *discriminatory price auction*, perché sono le meno eque nella determinazione del prezzo e al contempo, come già spiegato, inducono ad offerte conservative a causa della *winner's curse*, le quali si traducono in un alto *underpricing* dell'offerta e quindi in una bassa efficienza del metodo.

Guardando alle *uniform auctions* si è detto che ogni investitore è più incentivato a dire la verità nella propria offerta rispetto agli altri sistemi d'asta. Però è altrettanto vero che specularmente si potrebbe instaurare un meccanismo in cui un offerente offra più di quanto pensi che sia la reale valutazione dell'impresa, perché così aumentano le probabilità che la sua offerta venga soddisfatta e per questa si troverà poi a pagare comunque un prezzo inferiore a quanto dichiarato. Questo è il maggior limite dell'*uniform price auction*, che provava ad essere corretto dalle *dirty auctions*, facendo sì che l'*underwriter* potesse rivedere al ribasso il prezzo d'offerta e potesse anche talvolta non considerare i cosiddetti *free-riders*.

Anche da un punto di vista della produzione di informazioni, elemento secondario ma comunque importante nel definire l'efficienza del prezzo, le aste non sembrano riscuotere un grande successo. Paragonandole infatti al *book-building*, quest'ultimo risulta molto più efficiente poiché non vi sono problemi di *free-riders*, che sono stroncati sul nascere dalla discrezionalità dell'*underwriter* contro gli investitori non informati. I *free-riders* sono infatti dannosi dal punto di vista della purezza delle informazioni perché tendono a distorcere l'affidabilità di tutta la popolazione (parlando da un punto di vista statistico). Inoltre, sempre in riferimento alla condivisione di informazioni, con il *book-building*, nel processo di *road show* c'è una maggiore diffusione di informazioni private dell'impresa, per rendere consci gli investitori della reale situazione della stessa; cosa che non avviene in una IPO su base d'asta. Un altro concetto di inefficienza riguardo la diffusione delle informazioni si identifica nel fatto che la parità di trattamento tra diverse classi di investitori nelle *auctions* si riversa indirettamente contro l'intero sistema. Infatti, il trattamento non preferenziale degli investitori istituzionali, pur essendo un fattore di non equità, risulta qui in una maggiore probabilità di astenersi dall'IPO di questa categoria di investitori, o comunque in una minore spinta a chiedere grossi pacchetti azionari, dato che non gli possono essere promessi quantitativi minimi di azioni. Questo implica una minore condivisione delle informazioni in possesso degli investitori

istituzionali, che essendo i più informati tra gli investitori, conduce ad ottenere più informazioni dall'altra categoria di investitori: quella che possiede le informazioni meno accurate.

Nello specifico spiccano due studi che analizzano l'esistenza di *underpricing* nelle *auctions* dovuto all'inefficienza della diffusione delle informazioni che sussiste in questo IPO *mechanism*. Ci si riferisce a quello del 1999 di Kandel, Sarig e Wohl<sup>45</sup>, condotto nel sistema di *uniform price auction* vigente al tempo in Israele, e quello di Lin, Lee e Liu<sup>46</sup> che fecero pressoché lo stesso studio però contestualizzato nel sistema di *discriminatory price auction* vigente nel 2003 in Taiwan. Questi studi, dopo aver riscontrato un ritorno iniziale delle IPO in quel periodo, provarono a spiegare il suddetto teorizzando che la causa fosse nell'elasticità della domanda: un'alta elasticità della domanda, ovvero una popolazione di ordini con elevata omogeneità e bassa incertezza, comporta un *underpricing* consistente.

Kandel, Sarig e Wohl spiegarono che gli investitori hanno inizialmente una visione eterogenea sul *fair value* dell'impresa e che questa insicurezza si traduceva in un correggere al rialzo il prezzo, che indirettamente finiva col ridurre la disomogeneità della popolazione degli ordini. Le autorità israeliane di competenza annunciano la domanda aggregata all'ultimo livello di prezzo soddisfatto dopo l'IPO ma prima dell'inizio del *trading*, quindi gli investitori possono calcolare l'elasticità della domanda al prezzo di offerta in base alle informazioni disponibili all'inizio della negoziazione. I tre studiosi dimostrarono sulla base di queste considerazioni che sussiste una correlazione positiva tra ritorno iniziale - *underpricing* - e elasticità della domanda. La stessa correlazione venne confermata anche dagli altri tre economisti che traslarono il loro studio in Taiwan.

Ad avere la meglio è quindi sempre il *book-building*, che raggiunge una maggiore efficienza, definita sempre secondo l'accezione di prezzo che massimizza i proventi e di metodo che produce una più genuina fonte di informazioni. Quest'ultime sono necessarie per una corretta stima del *fair value* dell'impresa in procinto di quotazione e necessarie ai fini di una buona performance dell'impresa sulla *long run*, che dipende in buona parte dalla concezione che il mercato sviluppa inizialmente nel periodo pre-IPO e che si dovrebbe poi via via consolidare post IPO.

---

<sup>45</sup> Kandel, Sarig e Wohl, Summer 1999, "The Demand for Stocks: An Analysis of IPO auctions", The Review of Financial Studies Vol. 12, No. 2

<sup>46</sup> Lin, Lee e Liu, 1 giugno 2003, "Why Have Auctions Been Losing Market Shares to Bookbuilding in IPO Markets?", mai pubblicato

## 2.2 Il fenomeno dell'underpricing

Con il termine “*underpricing*” si identifica il fenomeno tipico delle operazioni di OPV e IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli registrato nel primo giorno di quotazione. Con il termine “prezzo di collocamento” si fa riferimento in generale al “Prezzo al quale viene venduto un titolo sul mercato primario”<sup>47</sup>; un altro termine usato come sinonimo di quest’ultimo è quello di “prezzo di emissione”. Nello specifico caso di una IPO si utilizza solitamente un termine meno generico, che è quello di “prezzo dell’offerta”, con il quale si identifica il “Valore finale del prezzo di collocamento dei titoli all’interno della procedura di Offerta Pubblica Iniziale”<sup>48</sup>. In riferimento al prezzo di mercato nel primo giorno di quotazione vi sono diverse teorie riguardo al momento esatto in cui considerare tale valore. Alcune sostengono che l’*underpricing* sia già misurabile all’inizio del primo giorno di negoziazione<sup>49</sup>, prendendo quindi a riferimento il prezzo di apertura. La maggior parte della letteratura invece concorda che il momento migliore per considerare il prezzo nel giorno di *listing* della società sia a fine giornata, prendendo quindi a riferimento il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione. Nella presente tesi si seguirà quest’ultimo approccio. Alla luce di queste considerazioni si potrebbe riscrivere la definizione di *underpricing* come il fenomeno tipico delle IPOs che si verifica quando il prezzo di offerta è inferiore al prezzo di chiusura del titolo registrato nel primo giorno di quotazione.

In altri termini, vi è *underpricing* ogni qualvolta che il prezzo di offerta è inferiore al suo *fair value* di mercato: sussiste quindi una differenza al rialzo tra il prezzo di offerta e quello a fine della prima giornata di *trading*. Quando si verifica questo fenomeno, si dice che il titolo è “*underpriced*”.

Per un approfondimento tecnico sull’*underpricing* si rimanda al capitolo 4, nel quale viene illustrata in dettaglio la logica di funzionamento della formula maggiormente utilizzata nella letteratura per calcolarlo.

Questa inefficienza di mercato si riassume nella famosa frase “*leave money on the table*”, letteralmente traducibile in “lasciare soldi sul tavolo”. Il senso è che l’emittente avrebbe potuto

---

<sup>47</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prezzo-di-collocamento.html>

<sup>48</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prezzo-dell-offerta.html>

<sup>49</sup> C. B. Barry e R. H. Jennings, 1993, “The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock”, *Financial Management* 22(1): 54–63.

raccogliere più capitale nell'emissione se avesse fissato un prezzo più alto, dato che il mercato sarebbe stato disposto a pagare quel maggior prezzo, avendo riconosciuto il valore dell'azione come più elevato rispetto a quanto proposto dall'emittente e dagli *underwriters*. Questo fenomeno che caratterizza gran parte delle emissioni contrasta quanto afferma la teoria, la quale, presupponendo che il mercato sia perfettamente efficiente, prevede che non vi sia una differenza tra il prezzo di offerta del titolo e il prezzo registrato nel primo giorno di negoziazione.

Per farsi un'idea dell'entità del denaro "lasciato sul tavolo" si riportano alcuni dati quantitativi esposti dal Professor Ritter in un articolo del The New York Times: "*Over the last 50 years, I.P.O.'s in the United States have been underpriced by 16.8 percent on average. This translates to more than \$125 billion that companies have left on the table in the last 20 years. [...] In China, the underpricing has been severe, averaging 137.4 percent from 1990 to 2010. This compares with 16.3 percent in Britain from 1959 to 2009. In most other countries, I.P.O. underpricing averages above 20 percent.*"<sup>50</sup>

### **2.2.1 Le cause dell'underpricing**

I motivi per i quali si genera *underpricing* sono molteplici e dipendono dal contesto specifico. Per quanto si voglia cercare di ricondurli a categorie distinte, questo risulterebbe fuorviante in quanto esistono molte sfumature che renderebbero labili i confini delle categorie stesse. Ciò nonostante, uno dei pochi fattori distintivi si potrebbe individuare nella volontà di deliberatamente far sì che l'IPO sia *underpriced*, distinguendo quindi questo caso da tutti gli altri in cui l'*underpricing* non risulta da una scelta consapevole. Pertanto, verranno di seguito riportate le innumerevoli motivazioni che spingono all'*underpricing* partendo inizialmente da quelle che implicano delle scelte consapevoli, analizzando in seguito le rimanenti.

Un motivo per sotto prezzare i titoli spesso risulta essere una scelta strategica, infatti "Le società possono scegliere consapevolmente di offrire al pubblico i loro titoli ad un prezzo inferiore al presumibile prezzo di mercato al momento della quotazione per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta, o per favorire la massima diffusione dei titoli fra un vasto pubblico, oppure per l'esistenza di rilevanti asimmetrie informative fra i partecipanti all'operazione."<sup>51</sup>

---

<sup>50</sup> <https://dealbook.nytimes.com/2011/05/27/why-i-p-o-s-get-underpriced/>

<sup>51</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html>

Una scelta consapevole di promuovere l'*underpricing* può anche essere solamente unilaterale. È il caso della banca d'investimento che, avendo nella procedura di *book-building* un'ampia discrezionalità procedurale, spesso si ritrova a ridurre il prezzo a causa dei costi che sosterrrebbe nell'andare più in profondità nel lavoro di costruzione della curva della domanda prima dell'IPO. Questa situazione, afferente al concetto di costi d'agenzia, consente di ottenere comunque dei profitti alti e di ottenerli con un'elevata probabilità, contro invece uno scenario in cui diventerebbe meno probabile ottenere un profitto più alto impiegando molto più sforzo nel processo di perfezionamento del prezzo finale.

La decisione unilaterale può sussistere anche dall'altro lato, quello della società. Può avvenire che la società miri ad un'IPO *underpriced* poiché la stessa ha in programma delle SEO nel divenire. Il fatto di offrire in futuro nuove allocazioni azionarie beneficerebbe sicuramente di un *underpricing* nella prima emissione, poiché questo genera un clima di euforia e di successo nel mercato, in modo che vi sia un'alta probabilità che le emissioni secondarie siano ben viste dallo stesso. Inoltre, con l'innalzamento del prezzo azionario nel periodo successivo all'IPO, risulta facile per l'emittente condurre grandi SEOs nel momento in cui lo stesso ritiene che il prezzo si aggiri intorno al *fair value*, o ancora meglio nel momento in cui il prezzo è superiore ad esso. Quest'ultima situazione potrebbe prefigurarsi se si venisse ad instaurare un *bull market* nato dall'euforia scaturita dall'*underpricing*. L'emittente si ritrova quindi in una posizione di vantaggio per il futuro, dovuta anche all'implicita condivisione delle informazioni date dal mercato post IPO. Questa specifica motivazione non ha quindi l'obiettivo di massimizzare i proventi attesi con l'IPO, ma sposta l'obiettivo in una massimizzazione dei proventi tramite le future SEOs.

Altro caso in cui è la società a voler scegliere un prezzo al ribasso si configura quando questa mira ad ottenere un'alta "audience" della propria IPO, intesa generalmente come pubblicità del *brand* aziendale e intesa più specificamente come attenzione all'operazione da parte di riconosciuti analisti. La combinazione congiunta di una reazione positiva di questi due tipi di "audience" può avere un effetto importante dal punto di vista della percezione che il mercato ha circa l'affidabilità del titolo e più in generale del consolidamento dello stesso marchio. In quest'ottica l'*underpricing* diventa quindi il prezzo implicito da pagare per ottenere questa considerazione positiva in senso lato. Questa strategia abbastanza atipica può risultare efficace in situazioni particolari, come ad esempio una società che ha difficoltà nel consolidare il proprio *brand* o di imporsi in un settore e che cerca quindi di raggiungere una posizione migliore non attraverso l'implementazione delle sue attività *core*, bensì sfruttando un'immagine di derivazione più finanziaria attraverso un'IPO. Altro motivo che può spingere a perseguire

questa strada è dato dall'obiettivo non di efficienza di massimizzare i proventi raccolti con l'IPO, ma di consolidamento del titolo sul medio e lungo termine, sfruttando la spinta iniziale data dai *rumors* e dagli analisti più riconosciuti, che possono avere un ruolo non indifferente nel far percepire come sicuro un titolo al mercato.

Al riguardo ci sono alcuni studi, tra cui si citano i due più famosi condotti nel 1997 da Rajan e Servaes<sup>52</sup> e nel 2002 da Aggarwal, Krigman e Womack<sup>53</sup>. Entrambi gli studi dimostrarono l'esistenza di una correlazione positiva tra il ritorno iniziale (post IPO) e il cosiddetto "*analyst coverage*", ovvero l'aver degli analisti che seguono attivamente l'evoluzione del titolo e che pubblicano articoli d'opinione sullo stesso e più in generale riguardo la società che il titolo rappresenta.

Un altro motivo che spesso subentra nella decisione, sta volta congiunta, di promuovere l'*underpricing* è la volontà di evitare il rischio di contenziosi nel caso che l'emissione risultasse *overpriced*. In questo senso la decisione di rivedere il prezzo al ribasso è una garanzia contro la possibilità di ricevere denunce da parte degli investitori, che scatterebbero in questo caso poiché si individuerebbe nell'erronea informativa di prospetto promossa dai soggetti competenti.

Più in generale invece un'IPO viene deliberatamente sotto prezzata a causa di un clima d'incertezza. Se questo sussiste, che sia in riferimento alla reale valutazione dell'impresa, che sia rivolto al modo in cui il mercato percepirà l'emissione o a un momento storicamente instabile, l'incertezza spinge inevitabilmente a preferire l'*underpricing* come strumento atto a ridurre il rischio di condurre un'emissione *overpriced* e quindi fallimentare. Il concetto di incertezza, unitamente a quello di avversione al rischio, potrebbe traslare anche in questo caso il concetto di *underpricing* in una forma di garanzia. Il suddetto è quindi il premio da pagare da emittente e *underwriters* per ottenere la garanzia di un minor rischio di fallimento.

Le altre possibili motivazioni si riconducono non a una scelta consapevole, bensì al risultato delle contrattazioni sul prezzo poste in essere tra le varie parti coinvolte nell'operazione (ci si riferisce principalmente alla società emittente e al *global coordinator* o al *lead manager*). Va ricordato che, per quanto le due parti siano in stretta collaborazione ed abbiano come scopo principale che l'IPO sia un successo, se si guarda più in profondità emergono delle disomogeneità in quanto a scopi secondari. In relazione al prezzo di emissione infatti gli

---

<sup>52</sup> Rajan e Servaes, 1997, "Analyst Following of Initial Public Offerings", "The Journal of Finance" Vol. 52, No. 2

<sup>53</sup> Aggarwal, Krigman e Womack, 2002, "Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling", "Journal of Financial Economics" Vol. 66 Issue 1

obiettivi delle due parti non convergono: l'emittente vuole un prezzo più alto possibile per vedere ripagati tutti i suoi sforzi fatti fino a quel momento, mentre la banca d'investimento preferirebbe un prezzo sì alto, ma non così tanto come vorrebbe l'azienda che si quota. Più alto è il prezzo infatti, più aumenta il rischio di non collocare la totalità delle azioni, e questo per la banca d'investimento non è cosa da poco, perché implica rimanere con azioni invendute in portafoglio e una riduzione delle potenziali *trading fees*. Inoltre, la differenza tra il prezzo a cui l'*underwriter* sottoscrive le azioni dell'emittente e il prezzo di emissione sul mercato coincide (nella maggior parte dei casi) con la fonte principale di profitto per la banca d'investimento. Quest'ultima non può essere più di tanto accondiscendente nell'accettare un prezzo più alto di sottoscrizione proposto dall'emittente, perché, a meno che non accetti di vedere drasticamente ridotto il suo profitto principale, è necessario evitare il rischio di offrire i titoli ad un prezzo fuori mercato.

Infatti, a fare da sottofondo a tutto ciò, vi è la volontà di tutti i partecipanti all'emissione di evitare l'*overpricing*, fenomeno opposto che si verifica quando alla chiusura delle contrattazioni del primo giorno di emissione di un titolo, quest'ultimo presenta un prezzo inferiore a quello di emissione. Sovra prezzare un titolo si traduce inevitabilmente in un fallimento per tutti coloro che hanno lavorato all'emissione, e come aggravante si aggiunge il fatto che il mercato percepirà la cosa in maniera molto negativa.

Proprio per il fine di evitare che il titolo risulti *overpriced*, una corrente letteraria sostiene che l'*underpricing* sia quindi inevitabile, e che esso stesso sia un costo implicito afferente al quotarsi. Tutto ciò si riconduce inevitabilmente al già citato concetto di asimmetrie informative presenti nei mercati, tra emittente, *underwriters* e tra categorie diverse di investitori. A questa inefficienza di informazioni si ritiene che la risposta migliore sia appunto l'*underpricing*, poiché in questo caso risulta essere la strategia che massimizza i proventi attesi. Con il termine "attesi" ci si riferisce alla quantità di proventi realizzati tenendo conto però della probabilità con la quale i suddetti si realizzeranno effettivamente.

Supporta questo concetto la cosiddetta "*information cascades*", teoria secondo la quale l'*underpricing* crea una spinta verso i fenomeni di *herding* (specificamente in riferimento al metodo *fixed-price*), che quindi consentono un aumento del prezzo per azione. In questo caso infatti è meglio rinunciare marginalmente a dei profitti se si aumenta in maniera più che proporzionale la probabilità di una sottoscrizione totale dell'offerta.

Un'altra motivazione all'*underpricing*, che muove prendendo in considerazione il già citato concetto della *winner's curse*, è che esso stesso sia necessario affinché continuino a partecipare alle IPO anche gli investitori meno informati, e in un certo senso quindi necessario all'equilibrio



generale del sistema osservato da un punto di vista della domanda dell'IPO. Come già evidenziato, a causa di questa "maledizione" gli investitori meno informati si ritrovano con ampie allocazioni azionarie nelle IPO *overpriced*, poiché gli investitori più informati evitano questo genere di offerte concentrandosi su quelle *underpriced*. Se quest'ultime non esistessero i non informati, ritrovandosi sempre di fronte a offerte fallimentari, abbandonerebbero il mercato delle IPO. D'altro canto, se non ci fossero le IPO *underpriced* non avremmo la massiccia partecipazione a questo mercato degli investitori istituzionali, che costituiscono la vera fazione trainante dal punto di vista della domanda.

### 2.3 Green shoe option & over allotment

Questo paragrafo permetterà di meglio apprezzare le funzioni di monitoraggio e stabilizzazione del mercato che vengono applicate post IPO, svolte dalle banche d'investimento componenti il *syndicate*, a cui precedentemente si è fatto riferimento. Inoltre, servirà per meglio comprendere le opzioni addizionali esercitabili nel processo di quotazione che spesso nella realtà si verificano; sarebbe quindi stata una lacuna non menzionarle con le dovute spiegazioni del caso.

L'*over allotment option* storicamente risale al 1919, anno in cui venne esercitata per la prima volta dall'azienda Green Shoe Corporation, da cui venne ribattezzata con il termine di *green shoe option*. Ad oggi i due termini vengono usati spesso come sinonimi, anche se in realtà non identificano la stessa cosa, come verrà evidenziato di seguito.

Partendo dalla definizione data da Borsa Italiana, "La green shoe, detta anche *over-allotment option*, è un'opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori."<sup>54</sup> L'esistenza di questa opzione dev'essere decisa a monte dell'IPO dall'emittente stesso, infatti ne dev'essere data esplicita indicazione nel prospetto informativo della società, sempre per essere *compliant* con la *policy* di trasparenza che vige sui mercati al giorno d'oggi. L'opzione consente di emettere delle extra azioni pari solitamente fino al 15% dell'offerta globale iniziale. Questo valore percentuale non è deciso da alcuna legge, ma viene rispettato

---

<sup>54</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>

comunque come soglia poiché è pratica diffusa identificarlo come tetto massimo; è credenza comune infatti che una percentuale maggiore potrebbe non essere percepita positivamente dal mercato, penalizzando l'intera operazione. Questa opzione solitamente è esercitabile entro 30 giorni dalla data in cui si perfeziona l'IPO. È concessa dai soci dell'emittente che, per far sì che il numero di azioni in vendita aumenti, accettano di vedersi ridotta la propria partecipazione azionaria. Può anche configurarsi il caso, più particolare, in cui le azioni extra non derivino dalle quote dei soci, bensì provengano da un aumento di capitale che viene appositamente predisposto dalla società nel caso di esercizio dell'opzione *green shoe*.

La suddetta opzione è associata in gergo all'*over allotment*, anche se in realtà con quest'ultimo termine ci si riferisce ad un meccanismo di vendita allo scoperto. Con questo meccanismo le banche d'investimento si riservano la facoltà di vendere allo scoperto i titoli della società agli investitori istituzionali che sottoscrivono gli stessi, ad un prezzo pressoché identico a quello d'offerta. Quindi la *green shoe option* viene concessa dai soci della società emittente, ma di fatto la facoltà di esercizio dell'opzione e l'avvalersi del meccanismo di *over allotment*, spettano alla decisione dei responsabili del consorzio del collocamento, ovvero alle banche d'investimento.

La *green shoe option* viene esercitata nel caso in cui la domanda dei titoli emessi sia superiore all'offerta, ovvero ai titoli collocati tramite l'IPO. Quindi l'opzione è un sistema a disposizione degli *underwriters* per rendere più efficiente l'incontro di domanda e offerta. "Se quindi l'IPO ha successo ed i titoli sono apprezzati dagli investitori, i membri del consorzio di collocamento chiederanno l'esercizio dell'opzione, la società collocherà un maggior numero di azioni e la struttura azionaria dell'emittente verrà modificata di conseguenza, incrementando il numero di titoli sul mercato e, di conseguenza, il flottante del titolo."<sup>55</sup> In questo scenario in cui l'IPO riscontra successo nel mercato, "i responsabili del consorzio di collocamento possono infatti utilizzare i titoli ottenuti dall'emittente con l'esercizio dell'opzione per coprire la vendita allo scoperto realizzata tramite l'*over allotment*."<sup>56</sup> Infatti, come in ogni vendita allo scoperto, viene venduto un titolo di cui non si dispone effettivamente e quindi successivamente si dovrà andare a coprire la propria posizione "scoperta", in questo caso acquistando i titoli azionari direttamente dalla società, in seguito all'esercizio dell'opzione. Da un lato quindi, sempre in riferimento ad uno scenario con esito positivo, la *green shoe* permette un adeguato svolgimento dell'offerta e svolge una funzione di stabilizzazione del prezzo. Se infatti non ci fosse la possibilità di esercizio di questa opzione, in uno scenario simile il prezzo schizzerebbe verso

---

<sup>55</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>

<sup>56</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>

l'alto. D'altro canto, l'*over allotment* rappresenta una fonte addizionale di remunerazione dei collocatori che, vendendo nel mercato un numero di azioni superiore a quelle dell'offerta iniziale, riescono ad accaparrarsi maggiori commissioni.

Nello scenario opposto, ovvero quello in cui il *syndicate* ha venduto i titoli allo scoperto (tramite *over allotment*), ma il prezzo post IPO scende invece che salire, "i titoli necessari per "coprire" l'over allotment verranno acquistati dai componenti del consorzio di collocamento sul mercato (realizzando così un guadagno da trading, visto che i titoli dell'overallotment sono stati ceduti in collocamento al prezzo di offerta e sono stati riacquistati sul mercato a un prezzo inferiore)."<sup>57</sup> Non verrà quindi in questo scenario esercitata la *green shoe option*.

In aggiunta, acquistando i titoli direttamente nel mercato si riesce a sostenerne il prezzo, in modo da stabilizzarlo evitando che lo stesso precipiti.

In conclusione, se è disponibile l'*over allotment option*, questa viene solitamente esercitata dalle banche di investimento, poiché conferisce loro un aumento delle commissioni derivanti dalla vendita delle azioni sul mercato. A seconda dello scenario, le banche andranno a coprire la vendita allo scoperto appena effettuata esercitando o meno la *green shoe option*.

---

<sup>57</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>

## CAPITOLO 3

### Review della letteratura: l'underpricing nelle IPOs

#### 3.1 Le teorie alla base della letteratura moderna

Questo capitolo si prefigura l'obiettivo di conferire al lettore un'esaustiva panoramica sulla letteratura che ha trattato il tema dell'*underpricing* relativamente alle IPOs. Il tema è stato oggetto di studio da economisti di tutto il mondo negli ultimi cinquant'anni, pertanto è stato trattato sotto molti punti di vista. Si è quindi in grado di identificare delle correnti letterarie che individuano un fattore piuttosto che un altro come determinante ai fini della spiegazione dell'esistenza dell'*underpricing* in una IPO.

Si potrebbe identificare la madre di tutte le teorie in quella dei segnali, conosciuta in letteratura come "*signal theory*", i cui pionieri furono George Akerlof (1970) e Michael Spence (1973). La suddetta teoria venne successivamente ripresa da Heil e Robertson nel 1991, che ne definirono ancora meglio il concetto. Spence è identificato nella letteratura come il principale punto di partenza dal quale vennero poi derivati molti altri concetti per essere applicati al tema delle IPOs. In realtà infatti la *signaling theory* riguarda concetti economici in senso lato (Spence l'aveva spiegata in relazione al mercato del lavoro), ma col tempo gli studiosi che vennero dopo Spence la riadattarono in quest'ottica. I segnali in questione sono da lui definiti come "*those observable characteristics attached to the individual that are subject to manipulation by him*"<sup>58</sup>, cioè come delle caratteristiche proprie di un individuo che sono osservabili da terzi e che possono essere manipolate dallo stesso individuo. Questa teoria venne utilizzata per spiegare il comportamento adottato da due soggetti, privati o organizzazioni, quando questi hanno differente accesso alle informazioni. La parte più informata, il cosiddetto "*sender*", prende l'iniziativa e sceglie come comunicare l'informazione – *signal* – mentre l'altra parte, il cosiddetto "*receiver*" si ritrova a scegliere come interpretare il segnale. Sostanzialmente quindi questo concetto pone implicitamente le basi per un altro fondamentale concetto economico, quello di asimmetria informativa.

---

<sup>58</sup> M. A. Spence, Agosto 1973, "Job Market Signaling", "The Quarterly Journal of Economics" Vol. 87, No. 3

Secondo Rock<sup>59</sup> la *signaling theory* si traspone nel concetto di asimmetria informativa poiché i *signals* aiutano a ridurre le differenze di informazioni in possesso tra gli investitori informati e quelli non informati nel *primary market*. Aprendo una parentesi, vale la pena soffermarci su quest'ultimo termine e spiegarne al contempo un altro, ovvero il *secondary market*. In letteratura infatti il concetto di *underpricing* è il risultato di due prezzi determinati in due tempi diversi: quello di offerta e quello di chiusura del primo giorno di negoziazioni. Il prezzo d'offerta è determinato nel *primary market*, ed è quindi risultato di un processo di negoziazioni continuo tra il *top management team* dell'emittente, eventuali fondi di *private equity* e *venture capital*, gli *underwriters* e gli investitori istituzionali. Come già spiegato nei precedenti capitoli questi soggetti hanno obiettivi differenti che tendono a produrre un prezzo non perfettamente ottimale in merito al già citato concetto di massimizzazioni dei proventi dell'emittente derivanti dalla prima emissione. La seconda variabile per calcolare l'*underpricing* è il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazioni, ovvero quello risultante dalle contrattazioni avvenute nel corso del primo giorno dall'emissione nel *secondary market*, nel quale partecipano anche gli investitori *retail*, cioè quelli meno informati. Riprendendo ora Rock e il concetto di asimmetria informativa, va detto che quest'ultimo è sempre stato definito e trattato nei precedenti capitoli secondo l'accezione moderna, derivante da tutti gli studi che negli ultimi decenni hanno forgiato il concetto. Ma in principio, Rock definì il concetto di asimmetria informativa (calato nel tema delle IPOs) come la differenza di informazioni in possesso tra investitori istituzionali e retail che sussisteva direttamente nel *primary market*. Ad oggi invece con il termine asimmetria informativa si fa riferimento indistintamente alla differenza di informazioni presente tra tutte le parti in gioco e senza individuare un momento specifico in cui la stessa sussiste. In sostanza il concetto è pressoché utilizzato con la stessa accezione, ma con un significato più generico. Secondo Rock l'asimmetria informativa sfocia nel problema di selezione avversa<sup>60</sup> nel momento in cui le nuove azioni stanno per essere allocate. Per risolvere questo problema l'*underpricing* è considerato necessario affinché all'IPO partecipino anche gli investitori meno informati. È quindi visto come un modo per compensare lo svantaggio di quest'ultimi. Abbracciarono questa visione anche Carter e Manaster nel 1990, affermando che l'*"IPO underpricing compensates uninformed investors for the risk of trading against superior information"*<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> K. Rock, 1986, "Why New Issues are Underpriced", "Journal of Financial Economics" 15(1): 187–212

<sup>60</sup> Per selezione avversa si intende il concetto dei *lemons problem* di Akerlof citato nel primo capitolo.

<sup>61</sup> R. Carter e S. Manaster, 1990, "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", "Journal of Finance" 45(4): 1045–67.

## 3.2 I signals responsabili dell'underpricing

Gli studi che verranno di seguito analizzati partirono dalla *signaling theory*, dall'accezione di *information asymmetry* di Rock e dal conseguente significato che venne in questa sede conferito al fenomeno dell'*underpricing*, per analizzare i fattori – *signals* - che vanno a ridurre l'asimmetria informativa e di conseguenza l'ammontare dello stesso *underpricing*. Considerata la mole di studi sviluppati secondo questa logica di approccio, si cercherà di seguire un filo logico che considererà i vari studi raggruppandoli per *signals* simili.

### 3.2.1 La composizione del board: il Top Management Team

Un *signal* ricorrente è quello della composizione del *board*, o più in generale del *management* di alto livello della società, a cui in letteratura si fa riferimento con il termine di “*top management team*” (TMT).

Nel 2001 Certo, Daily e Dalton studiarono l'impatto della composizione del *board* direttivo dell'emittente sull'*underpricing*. Vennero prese a campione le IPOs avvenute negli Stati Uniti dal 1990 al 1998 e utilizzarono come fattore chiave della loro tesi la legittimità del *board*, intesa come indipendenza e qualità dello stesso. La *board independence* è negativamente correlata all'*underpricing*. Nello specifico giunsero alle seguenti conclusioni: più aumentano i direttori esterni all'impresa e più aumenta l'*underpricing* e la reputazione del *board*; le dimensioni dello stesso (la quantità di individui che lo compone) sono negativamente correlate con l'*underpricing*. Circa l'indipendenza del *board* in senso lato scrissero che “*Board independence, given the value placed on independence by key shareholder groups such as institutional investors, may, however, serve as a proxy for firm quality, enabling firm owners to extract a higher value when setting the opening price*”<sup>62</sup>. Inoltre, questo studio è uno tra quelli che considerano il *top management team* come rientrante all'interno del gruppo degli investitori informati. A tal proposito infatti viene affermato che “*the issuing firm is more*

---

<sup>62</sup> S. T Certo, C. M. Daily, e D. R. Dalton, 2001, “Signaling Firm Value through Board Structure: An Investigation of Initial Public Offerings,” *Entrepreneurship Theory and Practice* 26(2): 33–50.

*informed about its prospects for growth and profitability than any other market participants, creating information asymmetry*”<sup>63</sup>.

Un altro studio che considera il *top management team* come gruppo assimilabile a quello degli investitori informati è quello del 2005 di Cohen e Dean. In quest’ultimo si analizza il concetto di *legitimacy* poiché si sostiene che sia un *signal* di qualità, che riduce l’asimmetria informativa e quindi l’*underpricing*. Il risultato della loro tesi pertanto è che la *legitimacy* del TMT è negativamente associata con l’*underpricing*. Gli autori definiscono la *legitimacy* come “*the perception that the IPO firm would act in a manner consistent with shareholder wealth generation, as well as trust that the firm's economic potential is accurately reflected in information provided to the investors*”<sup>64</sup>.

Rimanendo sempre in questo filone, ma più nello specifico in riferimento a quella che viene definita come struttura del *board* vi è un importante studio da considerare, quello di J. D. Arthurs, R. E. Hoskisson, L. W. Busenitz e R. A. Johnson del 2008. In esso i quattro economisti giunsero alla conclusione che “*both monitoring by board insiders and board experience decrease underpricing*”<sup>65</sup>, cioè che l’esperienza dei membri componenti il *board* e la quantità di *insiders* che lo caratterizzano comportano una riduzione dell’*underpricing*. Queste conclusioni sono in linea con quelle a cui giunsero altri economisti di cui si parla nel presente capitolo.

Altro studio simile è quello di S. Chahine, I. Filatotchev e S. A. Zahra del 2011, che allargò il concetto di TMT considerando anche i fondatori nell’analisi. Infatti, come variabili vennero utilizzati il prestigio dei fondatori e quello dei dirigenti non fondatori, supponendo infatti che i due gruppi fossero strettamente collegati. Gli studiosi sostengono infatti nell’articolo che vi sia una relazione positiva tra l’esistenza di un fondatore di prestigio e la probabilità che lo stesso scelga un *management* altrettanto prestigioso e capace. Nell’*abstract* si scrive che: “*The results provide evidence of positive association between founders’ and directors’ prestige*”<sup>66</sup> e viene poi specificato però che la relazione è vera solo per quelli interni, i cosiddetti *insider directors*. Il risultato del loro studio è che il prestigio dei fondatori e degli *insider directors* è

---

<sup>63</sup> S. T Certo, C. M. Daily, e D. R. Dalton, 2001, “Signaling Firm Value through Board Structure: An Investigation of Initial Public Offerings,” *Entrepreneurship Theory and Practice* 26(2): 33–50.

<sup>64</sup> B. D. Cohen e T.J. Dean, 2005, “Information Asymmetry and Investor Valuation of IPOs: Top Management Team Legitimacy as a Capital Market Signal”, “*Strategic Management Journal*” 26(7): 683–90.

<sup>65</sup> J. D. Arthurs, R. E. Hoskisson, L. W. Busenitz e R. A. Johnson, 2008, “Managerial Agents Watching other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing in IPO Firms”, “*Academy of Management Journal*” Vol. 51, N. 2

<sup>66</sup> S. Chahine, I. Filatotchev, S. A. Zahra, 2011, “Building Perceived Quality of Founder–Involved IPO Firms: Founders’ Effects on Board Selection and Stock Market Performance”, “*Entrepreneurship: Theory and Practice*” 35(2)

negativamente correlato all'*underpricing*, poiché lo stesso prestigio rappresenta un *signal* di spessore per il mercato, che fa sì che lo stesso percepisca attraverso questo fattore la qualità della stessa impresa.

In riferimento al concetto di *legitimacy*, vi sono altri studi da riportare.

M. C. Higgins e R. Gulati nel loro studio del 2006 parlano di "*organizational legitimacy*". Presero in considerazione delle IPOs di aziende di recente costituzione, sostenendo che nel loro caso l'abilità nello sfruttare i *signals* per comunicare agli investitori il loro valore fosse di vitale importanza. Infatti, una società relativamente nuova non può contare su molti dati quantitativi da presentare al mercato o non può mostrare la sua solidità attraverso indici di bilancio e quindi si ritrova costretta a comunicare il proprio valore attraverso degli altri indicatori. I due economisti identificarono come indicatore principale la qualità del TMT, sostenendo che il *background* dei membri del *board* sia una evidente e facilmente comprensibile caratteristica della società che ne rappresenti il valore. A tal proposito nel loro *abstract* scrivono che "*Building upon recent research on upper echelons and signaling theory, we propose that the composition of a firm's top management team can signal organizational legitimacy that in turn affects investor decisions*"<sup>67</sup>. Oltre alla *organizational legitimacy* della quale si è poc'anzi accennato, si fa riferimento alla *upper echelons theory*<sup>68</sup>, una teoria appartenente alla sfera delle teorie del *management*, la quale afferma che "*organizational outcomes are partially predicted by managerial background characteristics of the top level management team*"<sup>69</sup>.

Filatotchev e Bishop nel 2002 condussero uno studio che analizzava la *legitimacy* da un altro punto di vista ovvero considerava come variabili di tesi la *board diversity* e la proprietà azionaria degli *executive* e dei *nonexecutive directors*. Quest'ultimi sono i dirigenti facenti parte del *board* che non partecipano attivamente alla gestione aziendale, mentre gli *executives* appartengono al *board* ed inoltre conducono il loro lavoro nel *day by day* aziendale, hanno quindi delle responsabilità di *management*. Utilizzando un campione di 251 aziende quotate tra il 1999 e il 2000 negli UK, le conclusioni alle quali pervennero i due studiosi furono che il numero di *nonexecutive directors* e l'intensità dei loro legami al di fuori dell'organizzazione sono negativamente correlati con l'*underpricing*. Il loro lavoro muove da presupposti come appunto i *signals* e l'*information asymmetry*, benchè poi in sostanza vi siano anche molti rimandi alla *cost agency theory*. Come viene citato a p. 944 del loro articolo infatti: "*to reduce*

---

<sup>67</sup> M. C. Higgins e R. Gulati, Gennaio 2006, "*Stacking the Deck: The Effects of Top Management Backgrounds on Investor Decisions*", "*Strategic Management Journal*" Vol. 27, No. 1, pp. 1-25

<sup>68</sup> D. C. Hambrick and P. A. Mason, Aprile 1984, "Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers", "*The Academy of Management Review*" Vol. 9, No. 2, pp. 193-206

<sup>69</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Upper\\_echelons\\_theory](https://en.wikipedia.org/wiki/Upper_echelons_theory)



*these agency costs, IPO firms may seek mechanisms in order to communicate their (expected) value to underwriters and potential investors using signals that are difficult (costly) to imitate for lower quality firms*<sup>70</sup>.

Un altro studio degno di nota afferente al concetto di *legitimacy* è quello di Bruton, Chahine e Filatotchev condotto nel 2009. Le variabili utilizzate per condurre la tesi furono le azioni mantenute da parte dei fondatori, *business angels*, e fondi di *venture capital*. Per quanto riguarda la relazione esistente tra le azioni dei fondatori e l'*underpricing* la relazione è quella di una curva ad "U". Quindi la presenza di fondatori in possesso di pacchetti azionari limita il problema di selezione avversa e quindi l'*underpricing* relativo all'IPO, ma che, vista la curva ad "U", "*at some point entrepreneur's investment and risk become so great that entrepreneurs may no longer act rationally and moral hazard increases*"<sup>71</sup>. Per quanto concerne i *business angels* vi è una relazione negativa tra le azioni da loro possedute e l'*underpricing*, mentre non si può affermare lo stesso per i fondi di *venture capital*. A tal proposito si cita nuovamente l'*abstract* dell'articolo: "*the retained ownership of business angels has a stronger mitigating effect on adverse selection and moral hazard problems than do venture capitalist investors*"<sup>72</sup>. Come si evince da quest'ultima citazione, anche in questo studio sono costanti i rimandi al concetto di *cost agency theory*, nello specifico facendo riferimento al problema dell'*adverse selection* e del *moral hazard*. Per quanto concerne la selezione avversa si è già data spiegazione nel primo capitolo citando Akerlof, mentre con azzardo morale si intende la "Condizione in cui un soggetto, esentato dalle eventuali conseguenze economiche negative di un rischio, si comporta in modo diverso da come farebbe se invece dovesse subirlo"<sup>73</sup>.

Quest'ultimo è uno degli studi più recenti che analizzarono l'impatto della composizione azionaria come segnale per evidenziare il valore di un'impresa in procinto di quotazione. Uno dei primi studi che si interessò a questo genere di analisi fu quello di Downes e Heinkel del 1982, che in qualità di *signals* considerò la quota di proprietà azionaria mantenuta dagli imprenditori durante l'IPO e la strategia di distribuzione dei dividendi adottata dall'azienda. Per quest'ultima variabile i due economisti non ottennero un riscontro significativo che collegasse la politica adottata dei dividendi con l'efficacia nel segnalare al mercato il *fair value* aziendale. Però d'altro canto ottennero dai loro dati un'evidenza empirica riguardo la

---

<sup>70</sup> Filatotchev, I. and Bishop, K., 2002, "Board Composition, Share Ownership, and 'Underpricing' of U.K. IPO Firms," *Strategic Management Journal* 23(10): 941–55.

<sup>71</sup> G. D. Bruton, S. Chahine e I. Filatotchev, 2009, "Founders, Private Equity Investors, and Underpricing in Entrepreneurial IPOs", "Entrepreneurship Theory and Practice" 33(4): 909–28.

<sup>72</sup> G. D. Bruton, S. Chahine e I. Filatotchev, 2009, "Founders, Private Equity Investors, and Underpricing in Entrepreneurial IPOs", "Entrepreneurship Theory and Practice" 33(4): 909–28.

<sup>73</sup> [http://www.treccani.it/enciclopedia/azzardo-morale\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/azzardo-morale_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

correlazione esistente tra la segnalazione del valore d'impresa al mercato e la prima delle due variabili. A riguardo nelle *conclusions* del loro articolo si scrive che: "Firms in which entrepreneurs retain high fractional ownership do indeed have higher values, as the theory predict"<sup>74</sup>.

Altro studio sempre riferito alla *legitimacy* è quello di Moore, Bell e Filatotchev, condotto nel 2010 prendendo a campione delle IPOs straniere negli Stati Uniti e UK realizzatesi tra il 2002 e il 2006. Le variabili di tesi utilizzate furono la protezione degli investitori e la scelta da parte delle aziende dello *stock market* nel quale quotarsi. Per protezione degli investitori gli autori intendono "*the degree to which a country protects the rights of minority shareholders*"<sup>75</sup>. I risultati ottenuti dalla loro tesi furono che la protezione dell'investitore è negativamente associata all'*underpricing*.

### 3.2.2 Gli investimenti in Ricerca & Sviluppo e la presenza di brevetti

Un'altra corrente letteraria che si rifà alla teoria dei *signals* e quindi al concetto di asimmetria informativa, studiò l'impatto delle scelte di ricerca e sviluppo delle società in procinto di quotazione, concentrandosi maggiormente sulla presenza di brevetti.

Heeley et al. analizzò la *signaling theory* utilizzando come fattore di analisi la spesa in ricerca e sviluppo condotta dalle imprese prima di quotarsi e il conseguente possesso di brevetti delle stesse. Vennero prese a campione delle IPOs avvenute negli United States tra il 1981 e il 1998 e come ipotesi iniziale si scrisse che "*R&D spending is positively associated with underpricing*"<sup>76</sup>. L'ipotesi venne confermata dal risultato dello studio e, più in dettaglio, si evinse che dove il collegamento tra i brevetti e il beneficio derivante dall'esclusiva di possederli è trasparente, l'*underpricing* si riduce; dove invece la relazione non è chiara, i brevetti aumentano l'*underpricing*. Venne a tal proposito stimata una curva ad "U" inversa. Il motivo di ciò risiede nell'asimmetria informativa, nel senso che gli investitori non informati si ritrovano in una posizione più svantaggiosa di quelli informati, poiché con progetti di *R&D* in essere risulta più complicato stimare il *fair value* aziendale.

---

<sup>74</sup> D. H. Downes e R. Heinkel, Marzo 1982, "Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues", "The Journal of Finance" Vol. 37, No. 1

<sup>75</sup> C. B. Moore, R. G. Bell e I. Filatotchev, 2010, "Institutions and Foreign IPO Firms: The Effects of 'Home' and 'Host' Country Institutions on Performance," *Entrepreneurship Theory and Practice* 34(3): 469–90.

<sup>76</sup> Heeley, M. B., Matusik, S. F. and Jain, N., 2007, "Innovation, Appropriability, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Academy of Management Journal* 50(1): 209–25.

Un altro studio che ha analizzato l'impatto dei brevetti sulle IPOs è quello condotto da Hsu e Ziedonis nel 2013. Vennero studiate le IPOs statunitensi riguardanti aziende di semiconduttori fondate tra il 1975 e il 1999, anche per studiare tra le altre cose il ruolo dei fondi di VC quale investimento strategico in questo settore. L'evidenza riscontrata risiede nel fatto che l'esistenza di brevetti comporta una riduzione dell'*underpricing*, poiché riduce l'asimmetria informativa. L'articolo al quale si fa riferimento è intitolato "*Resources as Dual Sources of Advantage: Implications for Valuing Entrepreneurial-Firm Patents*" ed è stato pubblicato nel "*Strategic Management Journal*".

### **3.2.3 L'interesse degli analisti finanziari: la teoria dell'*analyst coverage***

Una massiccia corrente letteraria ha studiato il rapporto esistente tra *underpricing* e *analyst coverage*.

Lo studio forse più importante è quello di Rajan e Servaes, i quali analizzarono i dati forniti dagli analisti in concomitanza e subito dopo l'IPO – *analyst following* – per operazioni completate tra il 1975 e il 1987. L'obiettivo era quello di capire se quei dati potessero spiegare "*three well-documented 'anomalies'*" sulle quali la letteratura di quel periodo (fine 2000) stava discutendo. Le suddette anomalie erano l'*underpricing*, *hot issue markets* e la *long-run underperformance*. Della seconda si è già accennato quando si parla nel primo capitolo di *timing* della IPO ed anche della terza anomalia si è accennato nel corso della tesi; il nostro approfondimento proseguirà considerando l'*underpricing*. I due studiosi partirono dal presupposto che l'opinione degli analisti rifletta, o comunque guidi, quella del mercato. Infatti, nel 1997 (anno della pubblicazione del loro studio) la letteratura aveva già studiato in maniera abbastanza approfondita il ruolo degli analisti sotto diversi punti di vista. O'Brien e Bhushan (1990) trovarono che l'*analyst following* aumenta se la proprietà aziendale è largamente in mano ad investitori istituzionali e se il settore è in crescita. Una relazione positiva tra *analyst following* e il valore dell'impresa e la quantità di imprese operante in un settore venne individuata nel 1992 da Pearson. Un'altra branca della letteratura confermò che gli analisti tendono ad essere troppo ottimistici riguardo i prospetti che pubblicano (Brown, Foster e Noreen nel 1985 e Abarbanell nel 1991). Alcuni poi (Dugar e Nathan nel 1995, Lin e McNichols sempre nello stesso anno) provarono a spiegare il motivo di questo eccessivo ottimismo nell'idea che gli analisti sono disincentivati a pubblicare report veritieri se la società non ha dei buoni prospetti, poiché gli stessi analisti lavorano per le banche di investimento che

accompagnano la suddetta società alla quotazione. Ovviamente quindi un report negativo andrebbe a rovinare il rapporto tra futuro emittente e banca d'investimento. Sempre McNichols nel 1996, con l'aiuto di O'Brien, sostenne che in alternativa il motivo di questo eccessivo ottimismo potesse dipendere dal fatto che gli analisti selezionano le imprese su cui condurre le analisi non con un metodo imparziale e *random*, bensì con pregiudizio, considerando solo quelle per cui pensano che vi sia un risvolto positivo nell'immediato futuro. Molti altri studiosi, in base anche a queste considerazioni appena esposte, giunsero alla conclusione che il comportamento degli investitori è fortemente influenzato dall'opinione degli analisti. Tra tutti si cita Irvine, che nel 1994 dimostrò che, in seguito alla pubblicazione di un report di investimento da parte degli analisti, il volume di azioni scambiate sul mercato aumentava in maniera considerevole. Rajan e Servaes quindi partirono considerando questo insieme di considerazioni che funsero da linee guida per la loro analisi, la quale giunse alla conclusione principale che le *"underpriced issues attract larger analyst following"*<sup>77</sup>. Come affermato nel Capitolo 2, questo risultato permette ad oggi di considerare che un motivo per promuovere l'*underpricing* sia appunto la volontà di attrarre l'attenzione degli analisti. Questo perché inoltre gli analisti *"systematically overestimate the earnings of these companies, with forecast errors averaging 5 percent of the firm's stock price"*<sup>78</sup>, citando un'altro importante risultato ottenuto dai due studiosi.

Un altro studio che giunse alla stessa conclusione è quello di Aggarwal, Womack e Krigman, pubblicato nel 2002. Oltre alla suddetta conclusione, di cui anticipano già nell'*abstract* scrivendo che l'*"underpricing is positively correlated with research coverage"*<sup>79</sup>, analizzano un'altra variabile. Ritengono che la clausola di *lock-up* per la vendita delle azioni post IPO alla quale sono soggetti i managers della società sia infatti una delle cause per le quali viene deliberatamente scelto dal TMT della società di sotto apprezzare l'emissione. Così facendo infatti i managers riuscirebbero a massimizzare il loro profitto personale derivante dalla vendita dei pacchetti azionari, a discapito del beneficio dell'azienda. Utilizzando come campione delle IPOs avvenute negli anni '90, giungono infatti a sostenere che *"higher ownership by managers is positively correlated with first-day underpricing..."* e per quanto citato sopra ciò comporta una maggior *analyst coverage*, la quale risulta essere *"...positively correlated with stock*

---

<sup>77</sup> R. Rajan e H. Servaes, 1997, "Analyst Following of Initial Public Offerings", The Journal of Finance Vol. 52, No. 2

<sup>78</sup> R. Rajan e H. Servaes, 1997, "Analyst Following of Initial Public Offerings", The Journal of Finance Vol. 52, No. 2

<sup>79</sup> R. K. Aggarwal, L. Krigman e K. L. Womack, Ottobre 2002, "Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling", Journal of Financial Economics. Vol. 66 Issue 1, p105-137

*returns and insider selling at the lockup expiration*”<sup>80</sup>. Quindi non solo giungono alla stessa conclusione di Rajan e Servaes consolidando il concetto, ma forniscono al contempo una motivazione del perché l’*underpricing* viene deliberatamente deciso.

In quell’anno venne inoltre pubblicato uno studio da Loughran e Ritter che sosteneva che l’*analyst coverage* stava diventando sempre più ambito dal punto di vista degli emittenti. Per affermare ciò si basarono su tre osservazioni. Innanzitutto, la partecipazione alle IPOs di banche di investimento in qualità di *co-managers* stava aumentando considerevolmente e uno dei ruoli principali svolti da questi soggetti è condurre ricerche e report di analisi sulla società. Poi le prospettive di crescita future dell’azienda assumevano un ruolo sempre più importante nella stima del *fair value* aziendale, quindi diventava via via sempre più importante poter evidenziare un *growth rate*, e per farlo erano necessari sempre i report degli analisti. Come terzo fattore venne considerato il fatto che in quel periodo la maggiore accessibilità al pubblico di servizi come TV via cavo e internet, fungevano da piattaforma per diffondere le informazioni, che tempo addietro erano accessibili solo a pochi del settore. Visto quindi anche questo *trend* in crescita, la letteratura si interessò sempre più al fenomeno: il binomio *underpricing* e *analyst coverage* viene ulteriormente rafforzato negli anni successivi.

Nel 2004 Cliff e Denis pubblicarono uno studio incentrato sul tema, giungendo ancora una volta alla stessa conclusione. Affermarono che l’“(IPO) *underpricing* is positively related to analyst coverage by the lead underwriter and to the presence of an all-star analyst on the research staff of the lead underwriter”<sup>81</sup>, confermando quindi anche quanto affermato l’anno prima da Loughran e Ritter, poc’anzi indicata come prima delle tre osservazioni. Ad inizio del nuovo millennio gli studi che trattarono l’argomento non si limitavano a confermare quanto detto da Rajan e Servaes, bensì miravano ad aggiungere un tassello al puzzle trattando delle tematiche correlate alla principale, come già fecero Aggarwal et al. come descritto sopra, cioè fornendo una motivazione del perché l’*underpricing* veniva pianificato. Infatti, anche Cliff e Denis aggiunsero un tema, ovvero analizzarono in concomitanza il rapporto post IPO che si viene a creare tra emittente e banche d’investimento. A tal proposito si afferma che “*the probability of switching underwriters between IPO and seasoned equity offering is negatively related to the unexpected amount of post-IPO analyst coverage*”<sup>82</sup>. Ciò significa che individuarono una

---

<sup>80</sup> R. K. Aggarwal, L. Krigman e K. L. Womack, Ottobre 2002, “Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling”, *Journal of Financial Economics*. Vol. 66 Issue 1, p105-137

<sup>81</sup> M. T. Cliff e D. J. Denis, Dicembre 2004, “Do Initial Public Offering Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing?”, *The Journal of Finance* Vol. 59, No. 6

<sup>82</sup> M. T. Cliff e D. J. Denis, Dicembre 2004, “Do Initial Public Offering Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing?”, *The Journal of Finance* Vol. 59, No. 6

relazione di convenienza da parte delle banche d'investimento nel fornire dei report ottimistici, poiché sostanzialmente così facendo aumentava la probabilità che il rapporto con l'emittente proseguisse nel caso di future SEOs. Secondo i due studiosi tutte queste considerazioni erano in linea con il fatto che, come si evince dal titolo del loro articolo (si veda il riferimento n. 24 e 25), l'*underpricing* è in buona parte compensato dal beneficio conseguente di ottenere un post-IPO *analyst coverage* da parte di analisti di rilievo.

### 3.2.4 L'impatto sulla liquidità del titolo nell'aftermarket

Vi è una corrente letteraria che ha studiato come l'*underpricing* può influenzare la liquidità nel mercato post IPO, il cosiddetto *aftermarket*.

Uno dei primi studi che analizzarono la condizione di liquidità di mercato nel periodo post IPO è quello di Miller e Reilly del 1987. L'analisi era incentrata sul primo giorno dell'IPO, sulla prima settimana e sul primo mese post IPO, per osservare come l'attività di mercato variasse a seconda del periodo. Tra le altre conclusioni, identificarono una relazione – non in maniera più di tanto approfondita – tra il prezzo d'emissione e il volume di scambi giornaliero riscontrato post IPO. Oltre a riscontrare “*significant differences in daily volume between the underpriced and overpriced issues*”<sup>83</sup>, giunsero alla conclusione che a livello di ritorno giornaliero “*is not possible for investors in the after-market to benefit from the initial underpricing*”<sup>84</sup>. Più in generale affermarono inoltre che le IPOs *underpriced* riscontrano una maggiore *trading activity* rispetto a quelle *overpriced*. Quest'ultima considerazione pose le basi per altri studi, che col tempo andarono a creare una autonoma corrente letteraria all'interno della macro-categoria dell'*underpricing* nelle IPOs, ovvero quella che analizzava la *aftermarket liquidity*.

Nel 1994 Schultz e Zaman confermarono quanto riscontrato da Miller e Reilly circa la relazione tra la *trading activity* e l'*underpricing*, nel loro articolo “*Aftermarket Support and Underpricing of Initial Public Offerings*”, pubblicato nel *Journal of Financial Economics* (35, 199–219).

Due anni dopo, nel 1996, Booth e Chua, analizzarono il caso in cui l'emittente esprime la volontà di allargare la compagine azionaria e per farlo promuove deliberatamente una IPO *underpriced*. Studiando il suddetto scenario, finirono col confermare che “*Promoting*

---

<sup>83</sup> R.E Miller e F.K. Reilly, 1987, “An Examination of Mispricing, Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings,” *Financial Management* 16, 33–38

<sup>84</sup>R.E Miller e F.K. Reilly, 1987, “An Examination of Mispricing, Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings,” *Financial Management* 16, 33–38

*oversubscription allows broad initial ownership, which in turn increases secondary-market liquidity*”<sup>85</sup>. Vale a dire che l’*underpricing* aumenta la *liquidity* nell’*aftermarket*.

Partendo da quest’ultima conclusione Zheng e Li ripresero il lavoro svolto da Booth e Chua, giungendo nel 2008 ad una conclusione più dettagliata. Delle 1179 Nasdaq IPOs che utilizzarono nel loro studio, ne considerarono 1084 per confermare l’ipotesi da loro chiamata “*investor attention*”, secondo la quale l’IPO *underpricing* influenza direttamente l’*aftermarket liquidity* tramite un aumento del volume degli scambi. Di queste 361 erano *hot issues*, ovvero IPO *underpriced*, le altre erano caratterizzate da ritorni normali oppure erano *overpriced*. Calcolarono per le 1084 IPOs la media della liquidità giornaliera dal sesto giorno di trading fino al giorno numero 240 (esclusero i primi cinque giorni in quanto periodo influenzato da troppi altri fattori che avrebbero annacquato l’analisi). Seguendo questa logica giunsero alla conclusione che l’ “*underpricing is positively related to trading volume [...] underpricing has some direct positive effect on the aftermarket liquidity and supports the investor attention hypothesis*”<sup>86</sup>. Confermarono quindi le basi poste dai colleghi, rendendo le conclusioni riscontrate più solide e più precise. Questi quattro studi quindi confermarono l’esistenza di una correlazione positiva tra *underpricing* e *liquidity* intesa come *trading activity*.

Vi sono poi altri studi che confermarono la suddetta correlazione positiva, ma da un altro punto di vista, ovvero non analizzando l’attività di *trading*, bensì il differenziale denaro-lettera. Il suddetto, al quale in gergo ci si riferisce con il termine “*bid-ask spread*”, esprime la misura di liquidità nel mercato. La relazione è negativa, ovvero più aumenta lo spread, più il mercato è illiquido. Per approfondire meglio il concetto si cita di seguito la definizione data da Borsa Italiana nel proprio glossario. “Il prezzo bid è il prezzo al quale il dealer è disposto ad acquistare uno strumento finanziario. Il prezzo ask è quello al quale il dealer è disposto a vendere uno strumento finanziario. Il prezzo ask (detto anche offer) è superiore al prezzo bid. Il cosiddetto best bid è il più elevato prezzo bid presente sul mercato. Analogamente, è detto best ask il più basso prezzo ask presente sul mercato. Una quotazione di mercato riporta il best bid e best ask disponibili sul mercato, ed è nota come BBO (Best Bid and Offer). In tal senso il bid-ask spread è la differenza tra best ask e best bid”<sup>87</sup>. Quindi più lo spread è basso più domanda ed offerta si incontrano, rappresentando una condizione in cui nel mercato vi sono un alto volume di scambi, ovvero un’elevata liquidità.

---

<sup>85</sup> J. R. Booth e L. Chua, Giugno 1996, “Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing”, Journal of Financial Economics Vol. 41, Issue 2, Pages 291-310

<sup>86</sup> S. X. Zheng e M. Li, Giugno 2008, “Underpricing, ownership dispersion, and aftermarket liquidity of IPO stocks”, Journal of Empirical Finance Vol. 15, Issue 3, Pages 436-454

<sup>87</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bid-ask-spread.html>

I due studi più importanti che utilizzarono questo approccio furono pubblicati nel 2003 e nel 2005. Il primo studio riscontrò una “*evidence of statistically significant relationship between underpricing and various proxies for shareholding distribution and liquidity*”<sup>88</sup>. Nell’*abstract* gli scrittori affermano inoltre che “*liquidity is a partial but important benefit of underpricing an IPO*”<sup>89</sup>.

Quello del 2005 testò gli effetti dell’*underpricing* (e della ritenzione di quote azionarie) sull’*aftermarket liquidity*. Per misurare la liquidità vennero utilizzati la “*percentage spread*” e la “*turnover ratio*”. La prima, prendendo in considerazione anche il *bid-ask spread*, misura il costo di trading da sostenere in relazione al prezzo per azione. La *turnover ratio* invece mette in relazione il volume di *trading* giornaliero con il numero di azioni offerte, e ha lo scopo di misurare la velocità della transazione di compravendita nel mercato. Lo studio portò ad evidenziare che l’ “*initial return is positively related to turnover ratio and negatively related to percentage spread*”<sup>90</sup>. Venne quindi ancora una volta confermata la relazione positiva tra *underpricing* e *aftermarket liquidity*; questo studio inoltre supporta nello specifico la tesi di Booth e Chua.

Altri studi invece partirono da un approccio più tradizionale per giungere a considerare il concetto più nuovo di liquidità nell’*aftermarket*. A titolo d’esempio si riporta lo studio di Ellul e Pagano del 2006. I due economisti partirono dal concetto di asimmetria informativa e propensione al rischio, per poi arrivare ad analizzare la liquidità nell’*aftermarket* in correlazione all’*underpricing*. La relazione tra i due fenomeni qui è già considerata come consolidata. La liquidità nell’*aftermarket* nel loro studio è vista come una fonte di preoccupazione per gli investitori, in quanto è una condizione del mercato che è futura ed incerta, che se si manifestasse in modo sbagliato (mercato illiquido) causerebbe danno al mercato stesso. L’*underpricing* è quindi visto come lo strumento attraverso il quale ridurre il più possibile l’aspettativa che il problema si manifesti, come viene affermato nell’*abstract*: “*The less liquid the aftermarket is expected to be, and the less predictable its liquidity, the larger will be the IPO underpricing [...] expected after-market liquidity and liquidity risk are important determinants of IPO*

---

<sup>88</sup> P. K. Pham, P. S. Kalev e A. B. Steen, 2003, “Underpricing, Stock Allocation, Ownership Structure and Post-Listing Liquidity of Newly Listed Firms”, *Journal of Banking and Finance* 27, 919–947.

<sup>89</sup> P. K. Pham, P. S. Kalev e A. B. Steen, 2003, “Underpricing, Stock Allocation, Ownership Structure and Post-Listing Liquidity of Newly Listed Firms”, *Journal of Banking and Finance* 27, 919–947.

<sup>90</sup> M. Li, S. X. Zheng, e M. V. Melancon, Giugno 2005, “Underpricing, Share Retention, and the IPO Aftermarket Liquidity” *International Journal of Managerial Finance* 1, 76–94



*underpricing*<sup>91</sup>. Per giungere a questa conclusione utilizzarono un modello creato sulla base di 337 IPOs britanniche che hanno avuto luogo tra il 1998 e il 2000.

A conclusione di questa corrente letteraria si cita uno degli studi più recenti, quello di Bouzouita, Gajewski e Gresse del 2015. Essendo di recente pubblicazione, questo studio riprende sostanzialmente tutti gli studi sulla liquidità dell'*after-market* esposti precedentemente, presentando quindi una visione che si regge contemporaneamente su più concetti. Tra tutti, il fattore che più viene considerato nell'analisi del binomio *after-market liquidity* e *underpricing* è l'allargamento della proprietà azionaria post IPO, generato dallo stesso *underpricing* e responsabile dell'aumento di scambi nel mercato e quindi nell'aumento di liquidità. A questo concetto ne viene aggiunto un altro, che prima era stato considerato sempre in maniera a sé stante: quello di produzione di informazioni rivolte al pubblico. Così facendo, viene indirettamente preso in causa un altro concetto affine alla produzione di informazioni, quello di *analyst coverage*. Prendendo a campione delle IPOs avvenute tra il 1995 e il 2008 su Euronext Paris, le conclusioni che riportarono furono che l'*analyst coverage engendered by initial underpricing reduces information asymmetry costs and illiquidity in the secondary market*" e che quindi *public information production is another channel by which underpricing improves liquidity*<sup>92</sup>. Si potrebbe affermare che con questo studio si chiude il cerchio, facendo chiarezza sul concetto di liquidità nel mercato post IPO e sulle sue cause, inglobando nell'analisi molti concetti che negli anni precedenti sono stati sempre analizzati e considerati in maniera distinta, come se non fossero sovrapponibili.

### **3.2.5 Il contesto geografico**

Un altro filone della letteratura ha studiato l'*underpricing* delle IPOs in relazione al contesto geografico, andando a studiare come il luogo fisico e il territorio in cui una società opera possono andare ad influire la percezione che il mercato ha del valore della stessa impresa che intende quotarsi.

---

<sup>91</sup> A. Ellul e M. Pagano, 2006, "IPO Underpricing and After-Market Liquidity", *Review of Financial Studies* 19, 381–421.

<sup>92</sup> N. Bouzouita, J. Gajewski e C. Gresse, Inverno 2015, "Liquidity Benefits from IPO Underpricing: Ownership Dispersion or Information Effect", *Financial Management* pagine 785 – 810.

La maggior parte degli studi che si possono ricondurre a quest'ambito sono di recente produzione, a testimonianza del fatto che come tipo di assunzione, ovvero prendere a riferimento il contesto geografico, rappresenta un approccio potremmo dire di nicchia.

Nel 2008 Bell et al. condussero uno studio che si rifaceva sempre alla *signalling theory*, analizzando tre variabili: *economic freedom*, *geographic scope* e *insider ownership*. Presero a campione le IPOs condotte negli Stati Uniti tra il 1997 e il 2004 da imprese straniere. Il loro scopo era quello di capire come il differente Stato di provenienza di un'azienda potesse andare ad intaccare l'efficacia della comunicazione del reale valore dell'impresa al mercato. La prima variabile venne definita "*as the degree to which a nation's government exerts constraints or coercion on the production, distribution, or consumption of goods and service and serves as an increasingly crucial component of the macroeconomic and institutional environment*"<sup>93</sup>. La suddetta variabile è stata misurata prendendo in considerazione l'Heritage Foundation Index of Economic Freedom. Il *geographic scope* di una società viene definito come l'abilità della stessa di offrire il proprio prodotto o servizio in una moltitudine di mercati, mostrando quindi una conseguente flessibilità e capacità di adattamento. Questo concetto è riconosciuto in letteratura da diversi studi come un'influenza positiva per la percezione che il mercato ha dell'azienda. Viene misurata in base alla percentuale di *assets* aziendali locati in paesi stranieri rispetto agli *assets* totali. Per quanto concerne l'*insider ownership* si è già detto a sufficienza analizzando gli studi precedenti, anche in relazione a quanto detto circa il concetto di *legitimacy*. I tre economisti sostengono che queste tre variabili determinano il *Country of Origin Effects* (COO), una sorta di indice che esprime "*the degree to which generalizations and perceptions about a country influence an actor's judgment of that country's products and/or brands*"<sup>94</sup>. I risultati ottenuti dalla loro analisi, in base alle single variabili e al COO, evidenziano che le IPOs di società che provengono da Stati caratterizzati da una bassa *economic freedom*, che hanno un ristretto *geographic scope* e un basso livello di *insider ownership*, sono associate ad un maggior *underpricing*. Poiché la *economic freedom* è una condizione imposta mentre le altre due variabili possono essere decise dalla società stessa, si è inoltre individuato come le società con una bassa *economic freedom* potrebbero prevenire l'impatto negativo di quest'ultima sull'IPO. A tal proposito nell'abstract viene specificato che "*firms from emerging economies can*

---

<sup>93</sup> R. G. Bell, C. B. Moore e H. A. Al-Shammari, 2008, "Country of Origin and Foreign IPO Legitimacy: Understanding the Role of Geographic Scope and Insider Ownership", "Entrepreneurship Theory and Practice" 32(1): 185–202.

<sup>94</sup> R. G. Bell, C. B. Moore e H. A. Al-Shammari, 2008, "Country of Origin and Foreign IPO Legitimacy: Understanding the Role of Geographic Scope and Insider Ownership", "Entrepreneurship Theory and Practice" 32(1): 185–202.

*overcome negative country perceptions associated with lower levels of legitimacy by increasing their international scope of operations prior to beginning the IPO process as well as by retaining acceptable levels of ownership in their respective firms*<sup>95</sup>.

Pochi anni dopo, nel 2013, venne pubblicato da Payne et al. uno studio sempre afferente alle stesse tematiche di quello appena descritto qui sopra; anch'esso è riconducibile alla *signalling theory*. Il campione è sempre rappresentato da società forensi che si sono quotate negli Stati Uniti, appartenenti a 35 diversi Stati, che si sono quotate nel mercato statunitense tra il 1996 e il 2007. Le due variabili utilizzate per condurre la loro tesi sono il livello di corruzione presente nel Paese di origine della società in procinto di quotazione e la capacità di segnalare al mercato la qualità dell'organizzazione societaria. Quest'ultima variabile, della quale si riscontra evidenza nel Prospetto Informativo della società, riduce l'*underpricing*. Per quanto riguarda il livello di corruzione invece, a meno che lo stesso non sia alto e quindi vi sia evidenza di un significativo impatto (negativo) sull'IPO, in generale non comporta delle conseguenze rilevanti in quanto alla percezione che il mercato ha della società. Nell'*abstract* del loro articolo anticipano il risultato scrivendo che *"Our results indicate that signaling organizational virtue in prospectuses leads to higher levels of foreign IPO performance, which is positively moderated by perceived home country corruption"*<sup>96</sup>.

Sempre in riferimento al fattore geografico vi sono altri studi, di cui i più recenti tendono a cambiare leggermente approccio. Infatti, vanno a considerare non imprese che si quotano in mercati esteri, bensì imprese che si quotano nel proprio mercato. La variabile geografica quindi in questo contesto riguarda non il Paese di provenienza della società, bensì le caratteristiche del luogo specifico ove si trova l'azienda. Subentrano quindi altre variabili e concetti di prossimità. Nel maggio del 2018 Z. Huang, J. Liu e G. Ma pubblicarono uno studio che analizzava le imprese cinesi che si sono quotate nel mercato domestico, in relazione alla loro vicinanza rispetto alle aree metropolitane. La tesi si basava sull'ipotesi che la prossimità ad un'area metropolitana giovasse alla percezione che il mercato ha dell'impresa, andando di conseguenza a ridurre l'*underpricing*. Questa ipotesi trovò un riscontro positivo dalla ricerca empirica condotta, come viene affermato nell'*abstract* dell'articolo: *"geographical proximity to major metropolitan areas reduces the magnitude of IPO underpricing: the distance between the firm*

---

<sup>95</sup> R. G. Bell, C. B. Moore e H. A. Al-Shammari, 2008, "Country of Origin and Foreign IPO Legitimacy: Understanding the Role of Geographic Scope and Insider Ownership", "Entrepreneurship Theory and Practice" 32(1): 185–202.

<sup>96</sup> G. T. Payne, C. B. Moore, R. G. Bell e M. A. Zachary, 2013, "Signaling Organizational Virtue: An Examination of Virtue Rhetoric, Country-Level Corruption, and Performance of Foreign IPOs from Emerging and Developed Economies", "Strategic Entrepreneurship Journal" 7(3): 230–51.

*and the major metropolitan areas is positively related to the market-adjusted first-day return of the IPO firm*”<sup>97</sup>. Come variabile secondaria venne considerata l’opacità delle informazioni aziendali, evidenziando che la stessa ha una correlazione positiva con l’*underpricing*. Inoltre, si specifica che il sistema ferroviario cinese funge da attenuante alla distanza dell’impresa dall’area metropolitana.

Altro studio simile del 2019 si basa sempre su un campione di imprese cinesi che si sono quotate nel mercato domestico, prendendo come variabile geografica la regione di appartenenza della stessa impresa. Il fattore distintivo è qui rappresentato dal grado di fiducia sociale vigente in quella determinata regione. Se la fiducia della comunità regionale è alta, l’*underpricing* è ridotto, e viceversa. Inoltre la correlazione negativa tra fiducia e *underpricing* è amplificata “*for small and growth firms, and firms in high-tech industries, consistent with trust playing a more important role in asymmetric information environments*”<sup>98</sup>.

### **3.2.6 L’asimmetria informative come fattore a sé stante**

Una vasta corrente letteraria ha studiato l’*underpricing* in relazione a fattori che impattano sull’asimmetria informativa. Per quanto sia vero che quest’ultimo concetto è praticamente sempre presente quando si parla di *underpricing*, alcuni non l’hanno considerato come un fattore di sottofondo mentre analizzavano altre tematiche, bensì hanno incentrato le loro pubblicazioni su di esso. I fattori analizzati nei seguenti studi sono quindi delle specifiche condizioni che fanno aumentare o diminuire l’asimmetria informativa (a cui spesso si fa riferimento con il termine di “*uncertainty*” ovvero incertezza in riferimento al mercato) e di conseguenza l’*underpricing*. Questi fattori sono quasi sempre comunicazioni ufficiali dell’emittente riguardo ad informazioni sensibili, quindi documenti prodotti per adempiere agli obblighi di trasparenza (qui analizzati non sotto un punto di vista di dovere, ma più di intento propositivo dell’emittente per ridurre l’asimmetria informativa).

Nel 2001 Willenborg e McKeown realizzarono uno studio incentrato su come un *report* di *going concern* potesse influenzare una IPO. Con il termine *going concern* (GC) si identifica la continuità aziendale, ovvero la capacità di un’impresa di continuare nel proseguire il suo scopo

---

<sup>97</sup> Z. Huang, J. Liu e G. Ma, “Distance, transportation and the underpricing of IPOs”, Maggio 2018, Review of Quantitative Finance and Accounting 52(2)

<sup>98</sup> X. Li, S. S. Wang e X. Wang “Trust and IPO underpricing”, Journal of Corporate Finance, 2019, vol. 56, issue C, 224-248

nel futuro e quindi di persistere nella sua economicità. Il suddetto *report* è rilasciato solitamente da una società di revisione, che, tramite un *audit*, sostiene che vi è ragionevole certezza che la società nel futuro continui la sua vita economica. I due economisti, studiando l'influenza sull'IPO di questo tipo di opinione data dalla società di revisione, giunsero alla conclusione che essa influenza positivamente il mercato andando a ridurre l'asimmetria informativa. La diretta conseguenza a ciò è che l'*underpricing* è ridotto. Rifacendosi ai concetti di Rock nel suo studio del 1986 (di cui si è già parlato all'inizio del presente capitolo), "*firms with GCs have less ex ante uncertainty in the sense that the information conveyed by a GC helps uninformed investors estimate the dispersion of secondary market values*"<sup>99</sup>.

Nel 2003 venne analizzata come la spontanea iniziativa di informare il pubblico (*voluntary disclosure*) circa le prospettive future dei ricavi della società, possa influenzare il primo giorno di quotazione. Jog e McConomy presero a campione 258 società quotate tra il 1983 e il 1994 nel Toronto Stock Exchange (TSE), osservando se i prospetti redatti da queste società includessero una dettagliata informativa riguardo le previsioni dei futuri ricavi. Notarono che "*firms that choose to provide forecasts leave 'less money on the table' with a lower degree of underpricing*"<sup>100</sup> e quindi che è nell'interesse dello stesso *management* di produrre questo tipo di informativa. Più l'azienda in procinto di quotazione è di piccole dimensioni e più sarebbe necessario fornire al pubblico questo genere di informazioni, in quanto in questi casi l'asimmetria informativa è ancora più elevata. Inoltre, nel *paper* si afferma che tutte queste considerazioni valgono ugualmente anche nel caso che il futuro emittente si sia già adoperato per fornire altri tipi di *signals* atti a ridurre l'asimmetria informativa (ad esempio scegliere un *underwriter* altamente riconosciuto o una società di revisione affermata come una delle *big four*). Quest'ultima considerazione rafforza ancor di più la solidità della loro conclusione.

Un altro studio analizzò il modo in cui il cosiddetto *use-of-proceeds* influenza l'andamento del primo giorno dell'IPO. Codesto documento è obbligatorio per adempiere alle regole imposte dalla SEC per le società che intendono quotarsi negli Stati Uniti. Nonostante il documento sia obbligatorio, non è definito il grado di profondità con cui il documento dev'essere redatto. In sostanza non è indicato quanto la società sia tenuta a condividere con il pubblico circa le modalità di utilizzo dei proventi raccolti con l'IPO, tant'è che il fine dell'*use-of-proceeds* è proprio quello di fornire questo tipo di informativa. Leone, Rock e Willenborg analizzarono

---

<sup>99</sup> M. Willenborg e J. C. McKeown, Febbraio 2000, "Going-Concern Initial Public Offerings", *Journal of Accounting and Economics* 30(3):279-313

<sup>100</sup> V. M. Jog e B. J. McConomy, Gennaio 2003, "Voluntary Disclosure of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses", *Journal of Business Finance & Accounting* 30(1-2):125-168

quindi l'impatto che ha il dettaglio con cui viene redatto questo documento sull'*underpricing*. Prendendo in causa la letteratura che studiò come la comunicazione volontaria di informazioni al pubblico impatta sul mercato (*voluntary disclosure*), i tre studiosi nel 2007 giunsero ad una solida conclusione. Tramite un'analisi empirica affermarono l'esistenza di una "*significant negative association between the use-of-proceeds specificity and underpricing, which is particularly strong for IPOs with the most-prestigious lead underwriters [...] Our findings suggest that IPOs that detail use of proceeds reduce ex ante uncertainty*"<sup>101</sup>. Quindi più è specifica l'informativa sull'utilizzo dei proventi raccolti dall'operazione, più questo porterà beneficio all'emittente, dato che il documento ridurrà l'incertezza nel mercato e quindi l'asimmetria informativa, riducendo a sua volta l'*underpricing*.

Pochi anni dopo, nel 2011, venne condotto uno studio sul come la qualità informativa dei ricavi influenzi l'andamento del primo giorno di quotazione. Per quanto la tematica sia molto simile a quella trattata nell'articolo del 2003 di Jog e McConomy, lo studio in questione non è un doppione, in quanto la stessa tematica viene analizzata da un diverso punto di vista. Infatti, l'analisi considera l'impatto del livello della qualità di ricavi che caratterizza uno specifico Stato, in relazione all'*underpricing*. La ricerca è stata condotta considerando un campione molto ampio di società, ben 10783, che si sono quotate in 37 Paesi differenti. La conclusione riscontrata fu che le "*IPOs are underpriced less in countries where public firms produce higher quality earnings information*"<sup>102</sup>. Questa affermazione rimane solida poiché persiste anche dopo aver considerato specifiche condizioni - sia contrattuali, sia che caratterizzano uno Stato - che da sole sono in grado di determinare *underpricing*.

Le altre ricerche che considerarono le stesse tematiche degli studi sopra esposti (relativamente a questa corrente) non verranno esposti onde evitare considerazioni ridondanti. Pertanto, si è pensato di riportare un ultimo studio a conclusione dell'analisi di questo filone di letteratura, in quanto molto recente e poiché presenta un tipo di approccio innovativo. Vista la maturità raggiunta riguardo lo studio del come la qualità dei documenti di una IPO influenzi positivamente la stessa quotazione riducendo le asimmetrie informative, nel 2019 Yu, Tuo e Wu, ripresero gli studi precedenti da una diversa ottica. Considerarono le "*industry peer firms*"

---

<sup>101</sup> S. Rock, A. J. Leone e M. Willenborg, Luglio 2007, "Disclosure of Intended Use of Proceeds and Underpricing in Initial Public Offerings", *Journal of Accounting Research* 45(1): 111-153

<sup>102</sup> T. J. Boulton, S. B. Smart e C. J. Zutter, Marzo 2011, "Earnings Quality and International IPO Underpricing", *The Accounting Review* Vol. 86, No. 2, pp. 483-505

ovvero le società comparabili, definite come quelle con “*similar market capitalization in the same industry*”<sup>103</sup>.

La letteratura riguardante questa tematica aveva preso in considerazione inizialmente (Foster 1981) la valutazione da parte degli investitori del valore di un’impresa: questo derivava sia dalle informazioni specifiche di quell’impresa, sia dai *report* delle *peer firms*. Nel 1999 Kim e Ritter affermarono che l’utilizzo di informazioni economico finanziarie di un’impresa, se considerate contemporaneamente con quelle delle società ad essa comparabili, consentivano di meglio stimare il *fair value* aziendale. Aprendo una piccola parentesi, questo ragionamento sta alla base dell’utilizzo dei multipli per stimare il valore di un’impresa. Pochi anni dopo, con MacKay e Phillips nel 2005, si giunse alla considerazione che la struttura finanziaria di una società dipende anche dal posizionamento della stessa società all’interno del settore e dovrebbe adattarsi in base ai cambiamenti dello stesso settore, delle *peer firms* quindi. Nel 2013 Ma sostenne che la qualità delle dichiarazioni sui ricavi fatte dalle società comparabili può addirittura andare ad impattare sul *cost of equity* della singola impresa. In uno studio dell’anno seguente, Leary e Roberts affermarono che le società prendono decisioni riguardanti la loro struttura finanziaria in larga parte rispondendo ai cambiamenti finanziari adottati dai loro pari. Queste sono a grandi linee le considerazioni principali riguardanti le *peer firms*.

Vi erano quindi già state ricerche che consideravano l’impatto delle società comparabili sulle altre dello stesso settore, ma mai all’interno del tema dell’*underpricing* delle IPOs. I tre economisti analizzarono la relazione che sussiste tra la qualità dell’informativa sui ricavi delle società comparabili rispetto all’*underpricing*. Esaminando 3711 IPOs avvenute tra il 1976 e il 2013, riuscirono ad affermare che “*peer firms’ earnings quality is negatively associated with IPO underpricing after controlling for IPO firm earnings quality and other attributes*”<sup>104</sup>. Andarono quindi a riprendere le conclusioni precedenti di questo filone letterario e provarono ad adattare alla letteratura che studiava le relazioni tra società comparabili, osservando che sussiste una evidente relazione negativa anche in questo nuovo contesto. Inoltre, aggiunsero che le *comparable peer firms* influenzano in maniera più pronunciata l’IPO di una società dello stesso settore, rispetto a quanto possano fare le società più influenti di quel mercato (ad esempio quelle con la maggior capitalizzazione del settore).

---

<sup>103</sup> J. Yu, L. Tuo e D. Wu, Gennaio 2019, “Industry Peer Firms’ Earnings Quality and IPO Underpricing”, The Journal of Corporate Accounting & Finance pp. 36-62

<sup>104</sup> J. Yu, L. Tuo e D. Wu, Gennaio 2019, “Industry Peer Firms’ Earnings Quality and IPO Underpricing”, The Journal of Corporate Accounting & Finance pp. 36-62

### 3.2.7 La centralità del ruolo dell'underwriter

Riguardo il ruolo dell'*underwriter* nella determinazione dell'*underpricing* si è detto molto negli scorsi capitoli, soprattutto nel secondo analizzando gli *IPO mechanism*. Per questo motivo non ci si dilungherà molto sulla letteratura afferente questa tematica. La stessa è prevalentemente sviluppata nell'analisi delle metodologie di determinazione del prezzo (si veda il Capitolo 2), e in secondo luogo nello studio del come il rapporto tra banca d'investimento ed emittente e/o investitori possa influenzare il primo giorno di quotazione. Dato che non si è detto molto riguardo quest'ultima sfaccettatura di questo filone letterario, di seguito si riporteranno due studi rappresentativi dell'uno e dell'altro rapporto.

In relazione al rapporto tra banca d'investimento ed emittente si riporta il *paper* di Schenone del 2004. Tramite un'analisi di 1245 IPOs avvenute tra il 1998 e il 2000, l'economista indagò sul come il rapporto vigente prima dell'IPO potesse andare ad impattare sull'esecuzione dell'operazione. L'obiettivo era quello di capire se una situazione di questo tipo potesse ridurre i problemi di asimmetria informativa che caratterizzano l'operazione. La conclusione fu che *"firms with a pre-IPO banking relationship with a prospective underwriter face about 17% lower underpricing than firms without such banking relationships"*<sup>105</sup>. Questa conclusione spiega quindi che un rapporto consolidato già prima della quotazione sfocia in una riduzione delle discrepanze informative tra le parti coinvolte nell'IPO.

Riguardo al rapporto tra banca d'investimento ed investitori invece, si riporta lo studio di Binay, Gatchev e Pirinsky del 2007. I tre studiosi partirono dalla letteratura che aveva analizzato il processo di favoritismo delle banche d'investimento rispetto agli investitori istituzionali che, come riportato nel secondo capitolo, non è una soluzione equa ma efficace da alcuni punti di vista. Infatti, in primis è un modo efficace di estrapolazione delle informazioni dagli investitori (disponibilità a pagare per un'azione); in aggiunta gli investitori "informati" fungono da garanzia per gli *underwriters* in quanto sono collaborativi verso quest'ultimi circa l'obiettivo di stabilizzazione del prezzo post IPO. Studiando IPOs diverse per fama degli *underwriters* e per settore di appartenenza dell'emittente, il risultato che si riscontrò dopo aver confermato il rapporto di favoritismo tra queste parti, fu che i *"Regular investors benefit more than casual*

---

<sup>105</sup> Carola Schenone, Dicembre 2004, "The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing", *The Journal of Finance*, Vol. 59 No. 6, pp. 2903-2958.



*investors in IPOs through greater participation in underpriced issues*<sup>106</sup>. Il ritorno spettante a questa categoria di investitori, che avviene quindi sotto forma di *underpricing*, è visto come il loro compenso per i benefici apportati. Inoltre, lo studio riporta delle conclusioni secondarie perfettamente in linea con le teorie del *bookbuilding* analizzate nel Capitolo 2. Ci si riferisce per esempio al fatto che nelle IPOs caratterizzate da una forte domanda riscontrata durante la costruzione dell'*order book*, vi è ancora un maggiore favoritismo delle banche di investimento nei confronti degli investitori istituzionali (rispetto ad uno scenario con una domanda nella norma).

### 3.2.8 Le Seasoned Equity Offerings

Altri correnti letterarie si sono invece concentrate su come l'*underpricing* può influire sul periodo post IPO, analizzando due fenomeni principali relativamente a questo lasso temporale, oltre al già analizzato fattore della liquidità nell'*aftermarket*. Uno è quello delle *seasoned equity offerings* (SEOs), l'altro è quello della *long run performance*.

Con l'acronimo SEO ci si riferisce alle emissioni azionarie effettuate dalla società dopo l'IPO. A riguardo si era già accennato nel Capitolo 2, in riferimento alle motivazioni legate all'*underpricing*. Si era parlato della volontà di perseguire una IPO *underpriced* poiché l'obiettivo era quello di condurre in futuro delle SEOs: il beneficio di questa strategia era indicata come la possibilità di promuovere le future emissioni di *equity* nel momento in cui il prezzo delle azioni era elevato. Questa affermazione racchiude in sostanza le conclusioni alle quali è giunta la letteratura nel corso del tempo.

Uno dei primi studi risale nel 1989, nel quale Welch si rifece alla *signalling theory* per spiegare che l'*underpricing* è un segnale che esprime al mercato la qualità dell'impresa stessa che lo applica. Il motivo di ciò è così spiegato nelle conclusioni del *paper*: "*High-quality firm owners can signal their superior information to investors because their marginal cost of underpricing is lower than the marginal cost of underpricing for low-quality firm owner*"<sup>107</sup>. Le imprese di bassa qualità non riescono ad imitare questo comportamento perché il costo opportunità dell'*underpricing* sommato ai costi necessari per imitare le imprese di alta qualità

---

<sup>106</sup> M. M. Binay, V. A. Gatchev e C. A. Pirinsky, Settembre 2007, "The Role of Underwriter-Investor Relationships in the IPO Process", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 42 No. 3, pp. 785-809.

<sup>107</sup> Welch, Giugno 1989, "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings", The Journal of Finance Vol XLIV, NO. 2

diventerebbero non sostenibili. Ergo, solo quelle di qualità possono permettersi di sotto apprezzare l'IPO, mentre quelle di bassa qualità non sotto apprezzando la prima emissione si ritrovano implicitamente a comunicare il loro reale valore al mercato. Poiché "*The market may discover the true quality between the IPO and SO (seasoned offering)*"<sup>108</sup>, una volta che il mercato si è stabilizzato determinando il *fair value* dell'impresa (correggendolo al rialzo), risulta sensato effettuare una SEO. Con questa tecnica la società riesce quindi ad eliminare l'asimmetria informativa inizialmente presente nel mercato (nel momento della IPO), per sfruttare al massimo la seguente offerta di *equity*. L'autore conclude affermando che in quest'ottica "*A higher price at a seasoned offering (SO) eventually compensates firms for the intentionally low IPO price*"<sup>109</sup>.

Sempre nello stesso anno vi fu un altro studio che giunse alla stessa conclusione. Allen e Faulhaber, prendendo in considerazione la letteratura che affermava che l'emittente è colui che più di tutti conosce il suo reale valore, studiarono i cosiddetti *hot-issue markets* delle IPOs. Riscontrarono da un punto di vista empirico l'esistenza degli stessi, caratterizzati da emissioni che risultavano per la maggioranza *underpriced*, in determinati periodi e settori. Come affermato da Welch, anche loro sostennero che in certe circostanze le imprese di qualità "*find it optimal to signal their type by underpricing their initial issue of shares, and investors know that only the best can recoup the cost of this signal from subsequent issues*"<sup>110</sup>. Anche qui quindi l'*underpricing* è conveniente se la prospettiva è quella di condurre SEOs in futuro.

Da un punto di vista strettamente legato alla *signal theory*, gli effetti dell'*underpricing* permangono nel mercato nel periodo successivo alla quotazione. Questo spinge ad un aumento della domanda, che risulta spesso in *over-subscription*, delle SEOs. Quanto appena detto viene sostenuto da due studi. Il primo al quale si fa riferimento è quello del 1995 di M. J. Brennan e J. R. Franks, intitolato "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK" e pubblicato nel CEPR Discussion Papers (1211). Il secondo articolo risale al novembre 2007: "Standing out from the crowd: The visibility-enhancing effects of IPO-related signals on alliance formation by entrepreneurial firms", pubblicato sullo *Strategic Organization* (5(4), pagine 339-372).

---

<sup>108</sup> Welch, Giugno 1989, "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *The Journal of Finance* Vol XLIV, NO. 2

<sup>109</sup> Welch, Giugno 1989, "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *The Journal of Finance* Vol XLIV, NO. 2

<sup>110</sup> F. Allen e G. R. Faulhaber, 1989, "Signalling by underpricing in the IPO market" *Journal of Financial Economics*, VOL. 23, issue 2, 303-323.

In conclusione, per le SEOs si cita un *paper* del 2010 che riprende il lavoro svolto da Welch: “The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs”. Prendendo a campione delle IPOs straniere avvenute negli Stati Uniti, si distinse tra le società provenienti da mercati integrati rispetto a quelli segmentati. Per quest’ultime, nel caso promuovessero una IPO *underpriced*, rilevarono svariate conclusioni. Vi è maggiore probabilità di future SEOs, le quali è molto probabile che siano di elevate dimensioni e che avvengano poco dopo la quotazione. Trovarono quindi una robusta correlazione positiva tra *underpricing* della IPO e SEOs. Per l’altra categoria di imprese invece, non riscontrarono delle conclusioni così dettagliate, sebbene trovarono comunque la stessa correlazione positiva, spiegata però attraverso l’*analyst coverage theory*. A tal proposito si scrive che “*the analyst-coverage purchase hypothesis appears to matter more in explaining IPO underpricing, and the aftermarket price appreciation explains these firms’ SEO activities*”<sup>111</sup>.

### 3.2.9 L’influenza dell’*underpricing* sulla long term performance

L’altra corrente letteraria che ha studiato come l’*underpricing* va ad impattare nel periodo post IPO, si è focalizzata sull’analisi della *long term performance*.

Per *long term performance* si intende come si comporta il titolo nel lungo termine (nel quale spesso viene considerato anche il medio termine). Gli studi accademici si sono focalizzati solitamente su periodi post IPO di uno o tre anni, alle volte anche di sei mesi. Questo tema è stato studiato sotto molti punti di vista, per cercare di individuare le motivazioni della *performance* di lungo periodo di un titolo e per provare ad identificare uno schema ricorrente attraverso l’analisi dei dati. Più che sulla *performance* in generale, la maggior parte degli studi si è focalizzata sulla cosiddetta *underperformance* del titolo, in quanto si sono riscontrati moltissimi casi in cui i titoli performavano male nel lungo periodo. Per molti studiosi la tematica della *long run underperformance* è una vera e propria anomalia propria delle IPO, considerata spesso alla stregua dell’*underpricing* in quanto a rilevanza ed interesse. Dei molti studi che studiano il comportamento dei titoli nel lungo termine, in questo capitolo verranno riportati e analizzati solamente quelli che trattano contemporaneamente sia l’*underpricing* che la *long run (under)performance*. Comprendere anche quelli che analizzano l’andamento dei titoli nel lungo

---

<sup>111</sup> B. B. Francis, I. Hasan, J. R. Lothian e X Sun, Febbraio 2010, “The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs”, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 45, No. 1, pp. 81-106.

termine in senso lato risulterebbe infatti fuorviante dalla tematica principale - l'*underpricing* – e sarebbe inoltre dispersivo visti i moltissimi studi esistenti su questa tematica.

Seguendo sempre un ordine cronologico uno dei primi studi tra i più importanti è quello di Aggarwal e Rivoli del 1990. Prendendo a campione 1598 IPOs avvenute negli stati uniti tra il 1977 e il 1987, ne osservarono l'andamento per i 250 giorni successivi all'IPO e riscontrarono che il campione presentava una performance negativa (-13,73%) rispetto a quella del mercato. Ciò era strano poiché molte di queste IPOs performavano bene o addirittura molto bene nell'immediato periodo successivo alla quotazione. Nonostante riconobbero la già allora nota spiegazione dell'*underpricing* che "incolpava" gli *underwriters* di sotto prezzare le emissioni, spiegarono questo rimbalzo positivo post IPO del titolo in relazione ad un'altra tematica: l'eccessivo ottimismo che spesso si crea subito dopo una IPO. Chiamarono questo eccessivo ottimismo che porta a sopravvalutare il titolo da parte del mercato con il termine "*fads*", che letteralmente viene tradotto come "mode" o "manie". A tal proposito scrivono che le "*IPOs are subject to overvaluation or fads in early aftermarket trading*"<sup>112</sup>. In sostanza lo scenario di cui si sta parlando coincide col caso in cui dopo un primo periodo di sopra valutazione dovuta all'ottimismo, il mercato riaggiusta il prezzo al ribasso verso il reale valore dell'azione, compromettendo così la *performance* di medio e lungo periodo del titolo.

L'anno successivo Ritter giunse alla stessa conclusione dopo aver analizzato 1526 IPOs tra il '75 e l'84, considerando un periodo di 36 mesi. Nell'*abstract* afferma che "*The patterns are consistent with an IPO market in which (1) investors are periodically overoptimistic about the earnings potential of young growth companies, and (2) firms take advantage of these "windows of opportunity"*".<sup>113</sup>, identificando quindi un secondo motivo. Riguardo a quest'ultimo (*windows of opportunity*) si era discusso nel primo capitolo.

Altri studi invece si concentrarono su come la presenza di fondi di investimento (*venture capital* e *private equity*) possa influenzare la prestazione post IPO, considerando quindi sia eventuale *underpricing* e *long run underperformance*. Uno di questi è quello condotto da Bessler e Seim nel 2011 e si concentrò sull'analisi dell'impatto dei fondi di *venture capital*. Presero a campione le IPOs avvenute in Europa tra il 1996 e il 2010, suddividendo il campione iniziale in due sub parti, in base alla presenza o meno di un fondo nella compagine azionaria dell'emittente. Per riassumere le conclusioni alle quali giunse questo *paper*, "*this study provides empirical*

---

<sup>112</sup> R. Aggarwal e P. Rivoli, 1990, "Fads in the Initial Public Offering Market?", *Financial Management* 19(4): 45–57.

<sup>113</sup> J. R. Ritter, 1991, "The Long Run Performance of Initial Public Offerings" *The Journal of Finance* 46(1): 3–27.

*evidence that venture capital-backed initial public offerings in Europe generate positive returns and a positive performance for the 1996 to 2010 period*<sup>114</sup>, dove per *positive returns* si intende *underpricing* e per *positive performance* si intende quella nel lungo termine.

Sull’impatto dei fondi di *private equity* si concentrò invece uno studio del 2006 di alcuni ricercatori svedesi. Presero a campione le IPOs realizzate tra il 1994 e il 2004 nel London Stock Exchange e nel Paris Stock Exchange, suddividendo le società supportate da fondi di questo tipo dalle altre. 152 erano *private-equity-backed* IPOs, mentre ben 1370 appartenevano all’altro sottoinsieme del campione. Le due principali conclusioni riportate a fine *paper* furono che “*Private-equity-backed IPOs exhibit lower degrees of underpricing than non-private-equity-backed IPOs*” e ancora “*Private-equity-backed IPOs outperform non-private-equity-backed IPOs across all time horizons on an aggregated level*”<sup>115</sup>. Gli autori riconducono la superiorità di *performance* azionaria delle società supportate da fondi di *private equity* in parte al fattore dimensione dell’IPO: solitamente una IPO di elevate dimensioni performa meglio di una di dimensioni minori. Questo secondo gli autori è dovuto al fatto che in quelle di piccole dimensioni è più probabile che il valore azionario sia annacquato da investitori troppo ottimisti: inevitabilmente, come è già stato detto, ciò comporta un successivo aggiustamento verso il basso della capitalizzazione della società, che si traduce in una riduzione della *performance*. Dato che in media le IPOs di società supportate da fondi di *private equity* sono più grandi rispetto a quelle dell’altra categoria, le prime performano meglio. In aggiunta al fattore dimensione, viene considerato anche il fatto che vi sono presumibilmente più investitori istituzionali nell’azionariato di questa categoria di IPOs, che quindi comportano una minore probabilità di elevate fluttuazioni di valore e aggiustamenti di prezzo nel medio o lungo periodo. Ma di questo filone letterario, gli studi che hanno avuto probabilmente più impatto nel definire una nuova corrente letteraria, sono quelli che hanno evidenziato una relazione esplicita tra *underpricing* e *long run underperformance*, senza farla dipendere da altri fattori aggiuntivi come possono essere la presenza di fondi.

Uno studio importante tra questi fu quello del 2010 di Santos, che individuò una solida relazione tra le due anomalie di *underpricing* e *long run underperformance*. A campione vennero considerate le IPOs avvenute negli Stati Uniti tra il 1973 e il 2008. La conclusione principale del suo lavoro viene riportata all’inizio dell’*abstract*: “*Firms going public in periods of low*

---

<sup>114</sup> W. Bessler e M. Seim (Marzo 2011) “European Venture-Backed IPOs: An Empirical Analysis”, mai pubblicato, Justus Liebig University Giessen.

<sup>115</sup> C. Bergström, D. Nilsson e M. Wahlberg, Autunno 2006, “Underpricing and Long-Run Performance Patterns of European Private-Equity-Backed and Non-Private-Equity-Backed IPOs”, *The Journal of Private Equity*, Vol. 9, No. 4, pp. 16-47.

*underpricing do not underperform in the long run, while firms going public in high underpricing periods do*<sup>116</sup>. Viene quindi individuata una relazione negativa tra *underpricing* e *performance* di lungo periodo, considerando l'*underpricing* non come un fattore relativo alla singola IPO bensì ad un *trend* di un determinato momento storico, cioè un periodo in cui in un mercato le IPOs sono *underpriced* o meno. La motivazione che sta alla base di ciò viene individuata nell'eccessivo ottimismo degli investitori, che caratterizza periodi di elevato *underpricing*, considerazione che viene riportata nelle conclusioni del *paper*. Sembra quindi una costante in questo filone letterario ricondurre la bolla di prezzi nell'*aftermarket* all'eccessivo ottimismo degli investitori, che Santos definisce “*exuberantly' optimistic investors*”.

Vi sono altri studi che però riscontrarono una correlazione tra le due anomalie inversa a quella evidenziata poc'anzi. Come si afferma in uno studio italiano del 2001, “a differenza di quanto riscontrato sui mercati anglosassoni, i risultati sembrano rivelare una tendenza da parte delle imprese che hanno praticato *underpricing* ad avere una performance migliore dopo l'avvio delle contrattazioni. Quest'evidenza è in linea, però, con quanto riscontrato da Schuster (1996) per gli IPO tedeschi, infatti, le evidenze sul mercato tedesco mostrano come le imprese (in particolare di piccole dimensioni) che hanno praticato un più forte *underpricing* all'atto dell'offerta facciano registrare migliori risultati nel lungo periodo”<sup>117</sup>. La performance negativa di cui parlano i ricercatori italiani Fabrizio e Samà, è valutata considerando un orizzonte temporale di 48 mesi, nel periodo che va dal 1995 al 1998. Le IPOs considerate furono in totale 41, tutte del mercato borsistico italiano. Lo stesso risultato venne constatato nel 2012 da Gandolfi et al.<sup>118</sup>, considerando però un campione più specifico, ovvero di IPOs condotte in Italia da imprese bancarie.

La letteratura afferma quindi che esiste una correlazione tra *underpricing* e *long run underperformance*, ma sembra che la stessa sia a volte negativa ed altre volte positiva, a seconda del mercato preso a riferimento per condurre lo studio. Questa considerazione, riportata all'inizio dell'ultima citazione di cui sopra, è stata confermata poi successivamente. A tal proposito si riporta un recente studio del 2018, che si focalizzò su un campione di 437 IPOs avvenute in Italia, Germania e Francia tra il 1997 e il 2011. Questi tre Paesi rappresentano un'Europa caratterizzata da economie mature e sviluppate, che per il mercato azionario si

---

<sup>116</sup> F. Santos, Novembre 2010, “IPO Underpricing and Long-Term Underperformance”, Job Market Paper.

<sup>117</sup> S. Fabrizio e M. Samà, 2001, “L'underpricing degli IPO italiani. Uno studio sugli IPO del periodo 1995–1998” Quaderni di Finanza Consob 44: 5–25.

<sup>118</sup> Gandolfi, G., M. Regalli, and M. C. Arcuri, 2012, “La performance delle IPOs italiane nel medio-lungo termine: il caso delle imprese bancarie”, *Bancaria* 2: 17–29.

avvalgono considerevolmente degli *underwriters* e degli intermediari (questi tre mercati sono infatti definiti nel *paper* come “*intermediary-oriented markets*”). Il suddetto arrivò a conclusioni piuttosto solide. Riguardo l’*underpricing* si evidenziano cifre contenute, intorno al 6% (Francia 6.4%, Germania 5.3% e Italia 6.1%), evidenziando per questi mercati un sistema finanziario piuttosto efficiente. Per l’altra anomalia invece non si riscontrarono dei dati così simili tra i tre mercati azionari, nonostante però nel complesso vi sia *underperformance* in ognuno di essi, sia a 6 mesi, sia a un anno che a tre anni. La non omogeneità del grado di *underperformance* è motivata, come accennato poco sopra, sempre dal contesto geografico: “*There are however significant differences in long-term trends, which highlights the impact of geographical context*”<sup>119</sup>. Questa considerazione essendo del 2018 e basandosi su dati più recenti, risulta molto più robusta della stessa fatta nel 2001. Per concludere l’analisi di questo *paper* si riporta un’ultima conclusione degna di nota, che evidenzia l’impatto del settore di appartenenza dell’impresa come non rilevante sulla sua *performance* azionaria: “*although technological sectors show slightly higher trends, the study confirms previous findings that industry is not a determinant of underpricing or long run underperformance*”<sup>120</sup>. Confermando quanto affermavano studi meno recenti, anche quest’ultimo sembra ormai un *trend* consolidato.

---

<sup>119</sup> M. C. Arcuri, G. Gandolfi, M. Regalli, MG. Soana, Gennaio 2018, “Underpricing and long-term performance of IPOs: Evidence from European intermediary-oriented markets”, *Economics, Management, and Financial Markets* 13(3), 2018 pp. 11–36.

<sup>120</sup> M. C. Arcuri, G. Gandolfi, M. Regalli, MG. Soana, Gennaio 2018, “Underpricing and long-term performance of IPOs: Evidence from European intermediary-oriented markets”, *Economics, Management, and Financial Markets* 13(3), 2018 pp. 11–36.

## CAPITOLO 4

### Le IPOs nel mercato italiano tra il 2008 e il 2019: uno studio dell'underpricing e della long run underperformance

#### 4.1 Premessa

In questo quarto e ultimo capitolo si propone una ricerca empirica riguardo l'*underpricing* delle IPOs, la *long term underperformance* dei titoli e la relazione esistente tra queste due anomalie. In riferimento a quest'ultimo obiettivo, questa ricerca mira ad inserirsi all'interno dell'ultimo filone letterario analizzato nel paragrafo 3.2.9, intitolato "L'influenza dell'underpricing sulla long term performance". Sono state quindi impostate due analisi, una rispettivamente per ognuna delle due anomalie di cui sopra, che caratterizzano molti degli studi accademici che analizzano le IPOs. Queste due analisi di tipo quantitativo mirano, attraverso la rielaborazione dei dati, ad evidenziare un *trend* rispettivamente per l'*underpricing* e per la *long term performance*, e come obiettivo ultimo si evidenzierà il tipo di correlazione esistente tra queste due anomalie.

Il contesto geoeconomico è quello del mercato azionario italiano post Crisi Economica del 2007. Come spesso si opta in *papers* di questa tipologia, infatti, si è preferito non comprendere all'interno del campione le IPOs avvenute durante la famosa crisi finanziaria, poiché in tal caso le osservazioni finali risulterebbero di difficile interpretazione. Si è escluso anche l'anno corrente per una duplicità di motivazioni: da un lato comprendere le IPOs avvenute in quest'anno implicherebbe analizzare delle società per le quali non ci sono sufficienti osservazioni di prezzi; dall'altro il contesto economico attuale risulta fortemente influenzato dalla crisi del COVID-19, quindi ancora una volta si è volutamente deciso di non considerare casi particolari. Gli anni considerati vanno quindi dal 2008 al 2019 compresi, per un totale di dodici anni totali analizzati. In questo periodo storico si osservano due diversi *trend* nella concentrazione delle IPOs: dal 2008 al 2013 vi sono state pochissime quotazioni, mentre dal 2014 al 2019 il mercato delle offerte pubbliche iniziali è ritornato a livelli normali. La motivazione circa la scarsità di quotazioni nei primi anni considerati in questa ricerca può essere ricondotta alla bassa fiducia generalizzata che sussisteva nel post Crisi del 2007 e alle ulteriori



incertezze generate dalla Crisi del Debito Sovrano del 2010 e 2011. Per una maggiore comprensione della concentrazione delle IPOs si veda il Grafico N. 5 del presente capitolo.

È stato scelto il mercato italiano poiché è uno dei più importanti tra quelli azionari dell'Eurozona. Questo comporta che i risultati ottenuti dall'analisi saranno comparabili con quelli di altri studi accademici che analizzano, singolarmente o anche in aggregato, altri Paesi chiave dell'Unione Europea (Francia, Germania, etc.) e comunque saranno confrontabili con anche altri *papers* che si sono soffermati su altri Paesi nel mondo che presentano mercati azionari di rilievo, come possono essere Stati Uniti, Giappone, Hong Kong, etc. Più che con quest'ultimi comunque, i dati ottenuti sono più comparabili con quelli degli altri Stati europei appartenenti all'Eurozona e che presentano un mercato azionario sviluppato. Ciò perché quest'ultimi sono tutti *intermediary-oriented countries* (Cobham et al., 1999; Demirguc-Kunt, 1999; Levine, 2002; Aggarwal and Goodell, 2016), hanno un sistema finanziario significativo nell'Eurozona, adottano la stessa moneta ovvero l'Euro e presentano tutti un sistema bancario centralizzato e supervisionato dalla Banca Centrale Europea.

Parlando singolarmente dell'Italia invece, essa rappresenta da sola circa il 13%<sup>121</sup> della popolazione dell'Unione Europea e sempre circa il 13%<sup>122</sup> del PIL totale prodotto dall'Unione Europea (i dati sono del 2019 e sono stati calibrati sulla composizione dell'UE aggiornata al 2020: EU 27). Dal 2008 in poi l'andamento della variazione annuale del PIL reale italiano è stato abbastanza altalenante, negativo nel 2008 e nel 2009, ha presentato nel biennio successivo una timida ripartenza, stroncata dal biennio del 2012 - 2013. Dal 2014 invece il *trend* è sempre stato al rialzo, indicando una ripartenza dell'economia dello Stivale, che verosimilmente si riflette sull'andamento del mercato delle IPOs. Confrontando la variazione annuale del PIL reale italiano con quello dell'EU 27, il *trend* riscontrato è esattamente lo stesso, con l'importante differenza che l'Italia si è comportata peggio rispetto all'aggregato europeo: in periodi negativi ha riscontrato delle percentuali più marcate, mentre in quelli positivi un andamento più contenuto rispetto alla media. Nonostante questa evidenza statistica l'Italia rappresenta comunque un Paese economicamente avanzato e un punto cardine dell'equilibrio economico europeo. Guardando al mercato azionario italiano, esso rappresenta una capitalizzazione totale di 503.350,24 milioni di euro<sup>123</sup>, un importo considerevole ma che non

---

<sup>121</sup> Rielaborazione propria di dati di Eurostat:

<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tps00001/default/table?lang=en>

<sup>122</sup> Rielaborazione propria di dati di Eurostat:

<https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=en>

<sup>123</sup> [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2020/202005/capitalizzazioneellesocietaquotate\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2020/202005/capitalizzazioneellesocietaquotate_pdf.htm)

è ancora ai livelli dei maggiori mercati azionari. Per colmare questo gap sono state intraprese molti progetti e strategie per attrarre nuovi capitali. In generale sono state intraprese importanti riforme strutturali atte a migliorare la solidità finanziaria delle imprese e le opportunità di accesso ai finanziamenti complementari a quelli bancari, e altre riforme atte a migliorare l'efficienza dei mercati dei capitali. Sono stati introdotti i *minibond* e degno di nota è il programma ELITE promosso da Borsa Italiana, che si prefigura l'obiettivo di favorire l'accesso al mercato azionario delle imprese, tramite anche la disposizione delle reti necessarie per ampliare gli orizzonti strategici delle società. Vi sono poi anche piani di sviluppo e connessione dei mercati azionari a livello europeo: tra tutti si cita il piano della Commissione Europea sull'"Unione dei mercati dei capitali" (CMU), che mira a far confluire i risparmi finanziari in investimenti nell'economia reale e ad aumentare la facilità di accesso al mercato dei capitali per le imprese. A tal proposito il Governo italiano, in seguito ad una richiesta alla Commissione Europea, ha ottenuto la possibilità di far condurre dall'OCSE un'analisi approfondita del mercato dei capitali in Italia. Tutto questo per testimoniare come ci sia una reale intenzione nel far diventare il mercato dei capitali italiano alla pari di quelli più sviluppati.

#### **4.2 Rassegna della letteratura in tema di underpricing delle IPOs, long term underperformance e relazione tra le due anomalie**

L'*underpricing* è sicuramente l'anomalia delle IPOs più studiata in ambito accademico, ma ciononostante sussistono ancora moltissime teorie che spiegano diversamente le motivazioni della sua esistenza. Questo è un chiaro segnale del fatto che il tema è ancora caldo e che susciterà interesse negli studiosi anche negli anni a venire. In questo paragrafo non ci si dilungherà ulteriormente riguardo la letteratura in tema di *underpricing*, dato che per tutte le varie correnti letterarie che hanno studiato il fenomeno si rimanda all'analisi approfondita svolta nel terzo capitolo. Ci si limiterà in questa sede a riportare solamente alcuni concetti chiave.

Innanzitutto, l'*underpricing* è stato calcolato nel corso degli anni in diversi modi. Ad esempio, ci sono stati degli studi come quello di Barry e Jennings del 1993<sup>124</sup> i quali sostennero che l'*underpricing* è già misurabile all'inizio del primo giorno di *listing*, come differenza tra il

---

<sup>124</sup> C. B. Barry, e R. H. Jennings (1993) "The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock", *Financial Management* 22(1): 54–63.

prezzo riscontrato nella prima negoziazione del primo giorno di negoziazione e il prezzo di IPO. Questa e altre metodologie (che hanno avuto meno considerazione in letteratura) di determinazione dell'*underpricing*, si discostano da quella principale che è stata sempre riportata nel corso della tesi. È condiviso da quasi tutti i *papers* accademici infatti che l'*underpricing* è determinato come “*The difference between the offer price and the market price on the first listing day*”<sup>125</sup>, dove per prezzo di mercato nel primo giorno di quotazione si intende appunto “*the closing official price on the first day of listing*”<sup>126</sup>. Anche nella presente tesi e nella presente ricerca empirica si è considerata quest’ultima definizione del fenomeno.

Altro concetto chiave da riportare riguardo l'*underpricing* è che esso è presente in tutti i mercati azionari del mondo, come testimoniano molti studi che si sono concentrati su mercati disomogenei e differenti tra loro. A tal proposito si cita il lavoro svolto da Hopp e Dreher nel 2007<sup>127</sup>, che osservò 29 mercati in quattro diversi continenti (America, Europa, Asia e Oceania) nel periodo 1988–2005, riscontrando *underpricing* in tutto il mondo e con valori medi estremamente variabili, dal 2,45% (Austria) al 66,06% (India).

Con il termine *long term underperformance* (o *long run underperformance*) dei titoli ci si riferisce al fenomeno di medio e (prevalentemente) lungo termine secondo il quale i titoli sottoperformano rispetto al mercato azionario di riferimento. Da un punto di vista concettuale questo fenomeno vede i mercati come non efficienti, poiché non riescono a stabilizzarsi nella fascia di prezzo che esprime il reale valore del titolo. Mentre la cosa potrebbe essere tollerata nel brevissimo e breve termine (vedi *underpricing*), in ottica di lungo termine questo comportamento del titolo è considerato non accettabile. Inequivocabilmente lo si considera un’inefficienza di mercato.

Questa anomalia non ha suscitato lo stesso interesse dell'*underpricing*, ma si può affermare senza indugio che sia comunque una delle più studiate in ambito di IPOs: i primi studi infatti risalgono già agli anni '70. In questo decennio il più importante è quello di Miller<sup>128</sup> che teorizzò l’ipotesi della divergenza di opinioni, secondo la quale vi è un eccessivo ottimismo dei compratori che partecipano all’IPO. Questo ottimismo è la ragione per la quale il titolo

---

<sup>125</sup> M. C. Arcuri, G. Gandolfi, M. Regalli, MG. Soana, Gennaio 2018, “Underpricing and long-term performance of IPOs: Evidence from European intermediary-oriented markets”, *Economics, Management, and Financial Markets* 13(3), 2018 pp. 11–36.

<sup>126</sup> M. C. Arcuri, G. Gandolfi, M. Regalli, MG. Soana, Gennaio 2018, “Underpricing and long-term performance of IPOs: Evidence from European intermediary-oriented markets”, *Economics, Management, and Financial Markets* 13(3), 2018 pp. 11–36.

<sup>127</sup> C. Hopp e A. Dreher (2007) “Do Differences in Institutional and Legal Environments Explain Cross-Country Variations in IPO Underpricing?”, CESifo Working Paper 2082.

<sup>128</sup> R. E. Miller (1977) “Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion”, *The Journal of Finance*, 32, 1151-1168.

inizialmente rimane intorno a valori più alti del suo *fair value*; col passare del tempo però le informazioni disponibili riducono la divergenza di aspettative tra ottimisti e pessimisti e di conseguenza il prezzo scende nel lungo termine. Riprendendo uno studio molto importante in letteratura di cui si è già parlato nel terzo capitolo, Aggarwal e Rivoli nel 1990<sup>129</sup> promossero una teoria simile alla precedente. Si parlò sempre di ottimismo, ma stavolta lo stesso venne motivato tramite il fatto che il mercato è soggetto a mode, da cui appunto “*fads theory*”. Il loro campione riscontrò una *long run underperformance* media del -13,73%. Sempre riprendendo quanto detto nel terzo capitolo, l’anno successivo Ritter<sup>130</sup> pubblicò una nuova teoria, secondo la quale la *performance* negativa nel lungo periodo era fisiologica poiché rappresenta un aggiustamento inevitabile quando le IPOs sono state condotte in un periodo di *windows of opportunity*, cioè caratterizzato da una sovrastima dei prezzi. Parallelamente a queste tre teorie ne vennero poi sviluppate molte altre, che considerano alcune caratteristiche delle società come le cause della *long term underperformance*. Per citarne alcuni abbiamo la presenza di *independent directors* (Liao et al., 2011), l’attività di acquisizione di altre società (Brau et al. 2013) e la presenza di fondi di *venture capital* (Brav and Gompers 1997; Bessler e Seim 2011; Michel 2013).

Da questi due macro-filoni letterari si è creato un nuovo filone, quello che analizza entrambe le anomalie cercando di capirne le logiche di correlazione per definire uno schema. Ad oggi non si è neanche in questo contesto arrivati a definire una relazione univoca e quindi il tema è più attuale che mai: questo è il motivo principale che mi ha spinto ad impostare la mia ricerca empirica su questo filone della letteratura. Sussistono infatti due principali teorie contrapposte: una evidenzia una correlazione positiva tra *underpricing* e *long term underperformance*, mentre l’altra ne riscontra una negativa.

Riguardo alla prima ci si riferisce con il termine di “modello anglosassone”, dato che si riscontra questa tendenza solitamente nei mercati anglosassoni. Essa è supportata da molti studi: a titolo esemplificativo se ne riportano di seguito solo alcuni. Nel già citato *paper* del 1991, Ritter analizzando delle IPOs statunitensi dimostrò che esiste una correlazione positiva tra *underpricing* e *long term underperformance* (un ritorno iniziale positivo nel primo giorno di negoziazione, comporta una *performance* negativa nel medio-lungo termine) e che la stessa è

---

<sup>129</sup> R. Aggarwal e P. Rivoli (1990) “Fads in the initial public offering market?”, *Financial Management*, 19, 45-57.

<sup>130</sup> J. R. Ritter, 1991, “The Long Run Performance of Initial Public Offerings” *The Journal of Finance* 46(1): 3–27.

più robusta se si considerano IPOs caratterizzate da elevati valori di *underpricing*. Levis nel 1993 considerò un altro mercato anglosassone (UK) e anch'egli riscontrò “*the apparent tendency for the firms [...] with the highest initial returns to have the worst aftermarket performance*”<sup>131</sup>. Krigman, Shaw and Womack (1999)<sup>132</sup> riscontrarono anch'essi una correlazione positiva che però si manifestava solamente nei casi particolari di valori molto alti di *underpricing* (sopra al 70%) e in quelli di *overpricing*. Anche Santos nel 2010 riscontrò lo stesso risultato affermando che “*the average underpricing in the market determines the degree of subsequent long-term underperformance*”<sup>133</sup>. In sostanza quindi questi studi (e molti altri) evidenziano una relazione positiva tra le due anomalie che però a seconda dei casi risulta essere più o meno marcata, o ancora sussiste solamente al di sopra o al di sotto di alcuni valori percentuali. Questo per specificare che, per quanto si riscontri un *trend* omogeneo tra le due anomalie nei mercati anglosassoni, in realtà a seconda dei casi si riconoscono svariate sfaccettature.

All'altra corrente che identifica una correlazione negativa tra le due anomalie ci si riferisce con il termine di “modello continentale”, infatti si è osservata tale relazione nei mercati dell'Europa continentale: solitamente qui *underpricing* implica *performance* di lungo termine migliore (e quindi minore *underperformance*). A supporto di questa branca di studi si riporta quello - già citato nel terzo capitolo - di Fabrizio e Samà: “a differenza di quanto riscontrato sui mercati anglosassoni, i risultati sembrano rivelare una tendenza da parte delle imprese che hanno praticato *underpricing* ad avere una *performance* migliore dopo l'avvio delle contrattazioni”<sup>134</sup>. Il suddetto *paper* è perfettamente in linea con la teoria del modello continentale e riporta paragoni con altri studi che si sono concentrati su quest'area geoeconomica. Tra questi quello di Schuster nel 1996<sup>135</sup> a fronte di un *underpricing* medio dell'8,72% aveva riscontrato una *performance* media a tre anni del -14,13% delle IPOs tedesche. Senza farsi ingannare dal dato medio che esprime l'andamento aggregato del campione (che sembrerebbe quindi ricondursi all'altro modello), ma andando nel dettaglio dei suoi risultati, si osserva che anche in questo caso le imprese che avevano condotto una IPO caratterizzata da forte *underpricing* riscontravano una *performance* migliore nel medio e lungo termine. Ritornando al mercato

---

<sup>131</sup> M. Levis (1993) “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988”, *Financial Management*, 22, 28-41.

<sup>132</sup> L. Krigman W. H. Shaw e K. L. Womack, 1999, “The Persistence of IPO Mispricing and the Predictive Power of Flipping”, *The Journal of Finance* Vol. III.

<sup>133</sup> F. Santos, Novembre 2010, “IPO Underpricing and Long-Term Underperformance”, *Job Market Paper*.

<sup>134</sup> S. Fabrizio e M. Samà, 2001, “L'underpricing degli IPO italiani. Uno studio sugli IPO del periodo 1995-1998” *Quaderni di Finanza Consob* 44: 5-25.

<sup>135</sup> J. A. Schuster (1996) “Underpricing and Crises – IPO Performance in Germany”, *London School of Economics, Discussion Paper* n. 252.

azionario italiano, uno degli studi più recenti afferma che a fronte di un *underpricing* del 6,1% (contenuto quindi) si riscontra una performance di medio termine (6 mesi) che “*gradually improved over time*”<sup>136</sup>. Quindi anch’esso conferma la teoria del modello continentale (solo per il medio termine però), per di più considerando non solo le IPOs caratterizzate da *underpricing* ma il campione in aggregato. Per quanto riguarda il lungo termine invece la *performance* è negativa, ma ciò non è rilevante per confermare o screditare la teoria continentale perché i dati si riferiscono all’aggregato dei titoli, non specificando il comportamento di quelli che erano *underpriced* nella quotazione. Sì, perché va sottolineato che se si considera il campione aggregato (che non comprende solo titoli *underpriced*) di ognuno di questi *papers* l’andamento di lungo periodo è quasi sempre negativo, quindi vi è *long run underperformance* anche nei mercati azionari dell’Europa Continentale e di conseguenza anche in Italia. A tal proposito si riportano alcuni studi che hanno tutti quanti riscontrato evidenza sia di *underpricing* che di *long run underperformance* nel mercato azionario italiano. I suddetti sono: Aletti and Banfi, 1985; Nahmijas and Pera, 1988; Cherubini and Ratti, 1991; Fusconi, 1992; Chiabrera, 1993; Giannotta and Lanza, 1993; Basile and De Sury, 1997; Fabrizio, 1999; Giudici and Paleari, 1999; Giorgino et al., 2001; Tasca and Guizzardi, 2001; Cenni et al., 2001; Cassia et al., 2004; Celia, 2008.

In conclusione, la *long term underperformance* è stata osservata in moltissimi mercati nel mondo, ma ad oggi si è ben lontani dal fornire una motivazione univoca circa la sua esistenza. Per quanto invece riguarda il legame di questa anomalia in relazione all’*underpricing* sembra che vi siano due diversi comportamenti dei titoli a seconda che ci si trovi in un mercato anglosassone piuttosto che dell’Europa continentale.

#### **4.2.1 Le ipotesi di ricerca**

Ricalcando l’impostazione schematica del precedente paragrafo, le domande alle quali la ricerca mira a rispondere si basano sui tre diversi filoni della letteratura. Avremo quindi tre ipotesi.

---

<sup>136</sup> M. C. Arcuri, G. Gandolfi, M. Regalli, MG. Soana, Gennaio 2018, “Underpricing and long-term performance of IPOs: Evidence from European intermediary-oriented markets”, *Economics, Management, and Financial Markets* 13(3), 2018 pp. 11–36.

Innanzitutto, l'obiettivo è verificare se anche nel periodo che va dal 2008 al 2019 c'è stato *underpricing* nelle IPOs avvenute in Italia. Ci si aspetterebbe ragionevolmente che l'*underpricing* medio sia inferiore o quantomeno uguale a quello registrato dal già citato studio del 2018<sup>137</sup>, che analizzando le IPOs avvenute tra il 1997 e il 2011 evidenziò un valore del circa +6,1%. Ciò perché, essendo un'inefficienza di mercato, logica vorrebbe che col passare degli anni i mercati migliorino aumentando la loro efficienza, quindi riducendo la presenza di anomalie.

Ipotesi 1: Le IPOs avvenute nel mercato azionario italiano nel periodo che va dal 2008 al 2019 compresi sono caratterizzate in media da *underpricing*.

In secondo luogo, si mira a verificare (sempre nello stesso periodo) se vi sia stata *long term underperformance* per i titoli oggetto di analisi. Sempre sulla base dei risultati ottenuti dagli altri *papers* che hanno studiato questo fenomeno negli anni passati in Italia, ci si aspetterebbe ragionevolmente che anche in questo caso vi sia evidenza di una *performance* di lungo termine negativa.

Ipotesi 2: Le IPOs avvenute nel mercato azionario italiano nel periodo che va dal 2008 al 2019 compresi sono caratterizzate in media da *long term underperformance*.

In ultima istanza, ci si propone di indagare che tipo di correlazione esiste tra le due anomalie delle due ipotesi di cui sopra. Essendo in Italia e quindi nell'Europa Continentale, ci si aspetterebbe che i dati confermassero la teoria del modello continentale, evidenziando pertanto che i titoli che hanno presentato *underpricing* al momento dell'IPO registrino una *performance* di lungo termine migliore se paragonata ai titoli che non hanno registrato *underpricing*. Inoltre, si considereranno poi solamente i titoli *underpriced* al momento della quotazione per osservare se sussiste qualche altro *trend* nella relazione tra *underpricing* e *long term underperformance*.

Ipotesi 3: Le IPOs avvenute nel mercato azionario italiano nel periodo che va dal 2008 al 2019 compresi che sono state caratterizzate da *underpricing*, hanno registrato una *long term performance* migliore rispetto agli altri titoli.

---

<sup>137</sup> M. C. Arcuri, G. Gandolfi, M. Regalli, MG. Soana, Gennaio 2018, "Underpricing and long-term performance of IPOs: Evidence from European intermediary-oriented markets", *Economics, Management, and Financial Markets* 13(3), 2018 pp. 11–36.

### 4.3 Dati e metodologia

Nei due successivi paragrafi verranno spiegate le logiche seguite nella determinazione del campione da utilizzare per l'analisi empirica e la metodologia adottata per svolgere l'attività di ricerca.

#### 4.3.1 La composizione del campione

Come accennato nel primo paragrafo del presente capitolo, l'obiettivo di questa ricerca empirica è quello di ottenere dei dati tramite lo studio delle ipotesi di ricerca presentate, che siano confrontabili con quelli ottenuti negli altri *papers*. La costruzione del campione quindi ha seguito una logica che consentisse il raggiungimento di questo obiettivo. Il suddetto è formato da un totale di 40 IPOs che si sono perfezionate in Borsa Italiana tra il 2008 e il 2019 compresi. Sono state considerate solamente le IPOs avvenute nel Mercato Telematico Azionario (MTA), il mercato azionario principale di Borsa Italiana che è dedicato a imprese di grande e media capitalizzazione ed è allineato ai migliori standard internazionali. Il MTA è suddiviso in tre indici: FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap. Il primo misura la performance dei migliori 40 titoli italiani per dimensione e liquidità, il secondo dei migliori 60 (escludendo i 40 del FTSE MIB), mentre il terzo si compone delle rimanenti società che rispettano requisiti minimi di liquidità e flottante. Questi tre indici assieme costituiscono l'indice denominato FTSE Italia All-Share. Per completezza si specifica che alcune società del MTA, qualora rispettassero alcuni requisiti ancora più stringenti in termini di liquidità, trasparenza informativa e *corporate governance*, possono essere ricomprese in un ulteriore segmento denominato STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti). Questo è nato nel 2001 per valorizzare le eccellenze italiane di media capitalizzazione. Di conseguenza tutti i titoli appartengono solamente ad uno dei tre indici (FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap), ma al contempo possono essere anche ricompresi nel segmento STAR.

Dal campione sono state escluse le IPOs condotte nel MIV (Mercato degli Investment Vehicles), poiché esso è un mercato speciale rivolto esclusivamente ad una tipologia di società: quella dei veicoli che investono in economia reale, principalmente Fondi d'Investimento Alternativi (FIA) di tipo chiuso.

Sono altresì state escluse le IPOs avvenute nel mercato AIM Italia (rappresentato esclusivamente dall'indice FTSE AIM Italia), in quanto esso non è regolamentato e si rivolge



esclusivamente alle PMI. Infatti, la capitalizzazione totale dell'AIM Italia è di 5.888,51 milioni di euro, importo che rappresenta solamente l'1,17% della capitalizzazione totale di Borsa Italiana (il rimanente 98,83% è rappresentato dal MTA)<sup>138</sup>. Inoltre, il suddetto presenta dei requisiti di ammissione che non sono minimamente paragonabili a quelli del MTA e in generale dei principali mercati azionari nel mondo: ciò renderebbe quindi il campione non in linea con le prerogative già spiegate. D'altro canto però va detto che nell'AIM Italia vi è ogni anno la maggior concentrazione di IPOs: ad esempio solo nel 2019 ve ne sono state 31, un valore ben superiore delle 4 IPOs realizzate nello stesso anno nel MTA<sup>139</sup>. Questo è l'unico fattore che avrebbe giovato al campione: sarebbe stato composto da un numero molto più elevato di titoli e quindi si sarebbero ottenute moltissime osservazioni che avrebbero avuto una maggiore rilevanza statistica.

Altro e ultimo elemento comportante l'esclusione dal campione è quello dei *listings* avvenuti non tramite IPO, che per ovvi motivi non sono stati considerati.

Sulla base di queste considerazioni, il campione è costituito da un totale di 40 IPOs. A seconda poi dell'Ipotesi considerata, il campione muta per adattarsi alla logica dell'Ipotesi stessa (fatta eccezione per l'Ipotesi 1, nella quale il campione rimane di 40 titoli). Per un maggior dettaglio si rimanda alle conclusioni del presente capitolo (e prima di esso alle anticipazioni fatte di seguito sulla composizione dei diversi sub-campioni dei portafogli nel calcolo degli ABHAR). Il campione di partenza è quindi formato nel modo seguente: 6 IPOs sono avvenute nel FTSE MIB, 16 nel FTSE Italia Mid Cap, 12 nel FTSE Italia Small Cap e per le rimanenti 6 non è indicato l'indice di appartenenza. Quest'ultimo caso (particolare) sussiste per due motivi. Il primo è che 5 società hanno effettuato il *delisting* (YOOX Net-A-Porter, Enel Green Power, Moleskine, Gima TT, Gamenet Group), evento dopo il quale i dati diventano irreperibili *online* e nei vari *database*. Per l'altra società rimanente (Italian Exhibition Group) il dato di appartenenza all'indice non si trova né *online* e stranamente (dato che la società risulta ad oggi ancora quotata) neanche sul sito ufficiale di Borsa Italiana. Per un'evidenza grafica della composizione del campione si veda il Grafico N. 5 riportato di seguito. Come risulta evidente sin da un primo sguardo, vi sono due periodi opposti in quanto a concentrazione di IPOs, come già si era anticipato all'inizio del presente capitolo. Riguardo invece all'altra evidenza conferita dal Grafico N. 5, ovvero alla concentrazione di IPOs nei rispettivi indici, quello che ha registrato

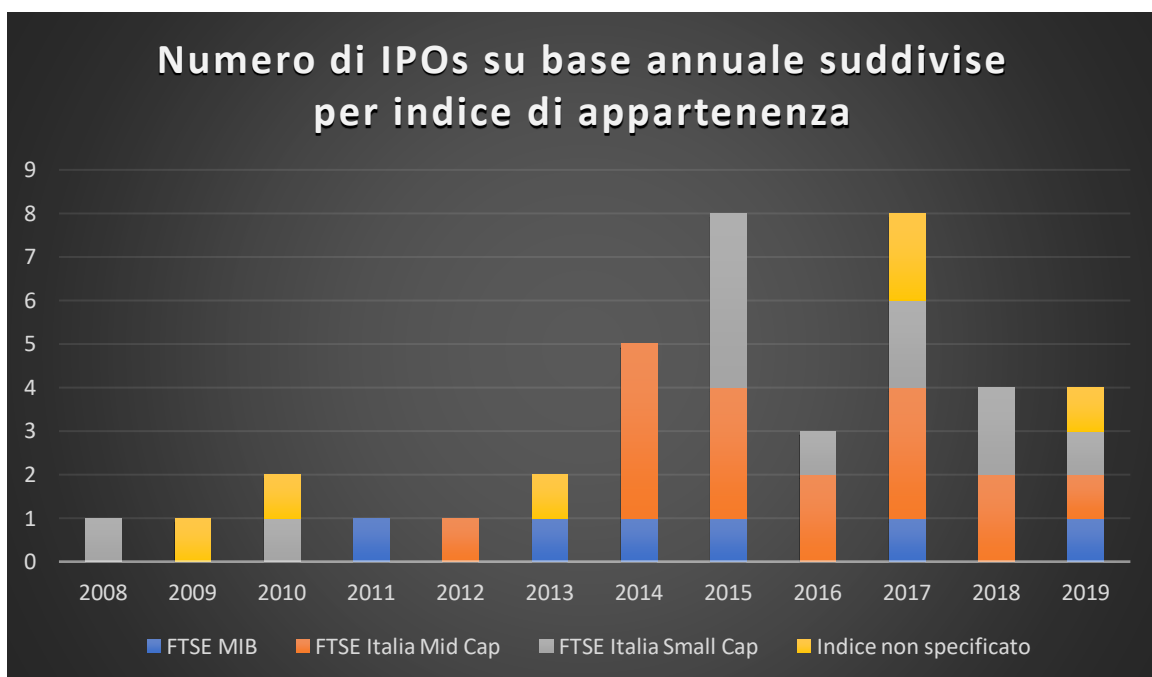
---

<sup>138</sup> [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2020/202005/capitalizzazionedellesocietaquotate\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2020/202005/capitalizzazionedellesocietaquotate_pdf.htm)

<sup>139</sup> Rielaborazione personale dei dati presenti su <https://www.borsaitaliana.it/azioni/ipoematricole/paginaipo2019.htm>

più operazioni è il FTSE Italia Mid Cap. In esso si sono riscontrate infatti 16 IPOs, che se comparate alle 34 totali (escludendo le 6 per le quali l'indice di appartenenza non era disponibile), pesano per ben il 47%. Il secondo indice per concentrazione è il FTSE Italia Small Cap, che registra un totale di 12 IPOs, mentre il FTSE MIB presenta solamente 6 quotazioni. Questi dati evidenziano quindi come vi sia una forte prevalenza di società di piccole e medie dimensioni nell'accedere al mercato azionario italiano. Quest'ultima considerazione riflette perfettamente il tessuto economico italiano, formato prevalentemente da PMI, che rappresentano la spina dorsale dell'economia italiana.

*Grafico N. 5: "Composizione del campione di ricerca"*



#### 4.3.2 La metodologia di analisi

Di seguito verrà spiegato in dettaglio il procedimento seguito per giungere ai risultati finali. Per quanto riguarda le fonti, è stato utilizzato il sito ufficiale di Borsa Italiana per osservare le IPOs avvenute nei diversi anni considerati. Nello specifico si è fatto riferimento alla sezione "archivio IPO e altre ammissioni"<sup>140</sup>. Sempre dal sito di Borsa Italiana sono stati scaricati i documenti nei quali vengono riportati i giorni di inizio negoziazione del titolo e il giorno di

<sup>140</sup> <https://www.borsaitaliana.it/azioni/ipoematricole/ipo-home.htm>

revoca per i titoli che hanno effettuato *delisting*. Per reperire i prezzi ufficiali di collocamento (prezzo d’offerta) si è fatto riferimento sempre al sito ufficiale di Borsa Italiana e si sono altresì considerati i documenti ufficiali di quotazione presenti nei rispettivi siti ufficiali delle società costituenti il campione. Per i dati sui prezzi giornalieri di ogni titolo si è utilizzata la funzione “Dati storici” di Yahoo Finance. Per i titoli che hanno effettuato *delistings*<sup>141</sup> tra il 2008 e il 2019 è stato invece utilizzato Bloomberg Terminal, poiché le serie storiche di questi titoli in certi casi non venivano visualizzate per intero su Yahoo Finance. È stato utilizzato Bloomberg Terminal anche per la serie storica giornaliera dell’indice FTSE MIB. Per classificare le società in base ai settori si è ancora una volta fatto riferimento al sito ufficiale di Borsa Italiana: nella scheda di ogni società si è guardato alla voce “Super Sector”. L’unica modifica apportata è consistita nell’accorpate il settore “banche” con quello dei “servizi finanziari”. Per le società che hanno effettuato il *delisting*, non essendo disponibile l’indicazione del settore nel sito ufficiale di Borsa Italiana, si è fatto riferimento a quanto dichiarato nei siti ufficiali delle società. Una volta ottenuto i dati di cui sopra, gli stessi sono stati riepilogati e processati utilizzando fogli di calcolo in Excel.

Per quanto riguarda il calcolo dell’*underpricing* ( $UP_i$  ovvero l’*underpricing* del titolo *i-esimo*) la formula utilizzata è quella del cosiddetto “*simple underpricing*”, prendendo a riferimento il più volte citato studio del 2018<sup>142</sup>. È stata scelta questa formula poiché è una tra le più utilizzate in letteratura e risulta di semplice applicazione. La suddetta è riportata di seguito:

$$UP_i = (P_{i,1} - P_{i,0}) / P_{i,0} = (P_{i,1} / P_{i,0}) - 1 \approx \ln (P_{i,1} / P_{i,0})$$

La formula è approssimata dal logaritmo naturale della differenza tra  $P_{i,1}$  e  $P_{i,0}$ : quest’ultima formula è quella che è stata utilizzata per i calcoli in Excel. Con  $P_{i,1}$  si intende il prezzo del titolo *i* alla chiusura della prima giornata di negoziazione (1), mentre con  $P_{i,0}$  ci si riferisce al prezzo di offerta (0) del titolo *i*. Quindi sono stati calcolati 40  $UP_i$ .

Per analizzare la *performance* di lungo periodo dei titoli si sono considerati tre orizzonti temporali: 6 mesi, 1 anno e 3 anni. Per calcolarla è stata utilizzata la metodologia *Buy-and-Hold Abnormal Return*, espressa dalla formula BHAR, che restituisce un risultato espresso in

---

<sup>141</sup> I suddetti titoli sono: YOOX Net-A-Porter, Enel Green Power, Moleskine, Gima TT. Per Gamenet Group invece, nonostante la società abbia effettuato il *delisting*, i dati sono stati scaricati da Yahoo Finance in quanto disponibili.

<sup>142</sup> M. C. Arcuri, G. Gandolfi, M. Regalli, MG. Soana, Gennaio 2018, “Underpricing and long-term performance of IPOs: Evidence from European intermediary-oriented markets”, *Economics, Management, and Financial Markets* 13(3), 2018 pp. 11–36.

percentuale. Quest'ultimo esprime l'extra rendimento (*Abnormal Return*) che il titolo è stato in grado di generare rispetto all'indice di mercato, nel caso che lo stesso sia stato comprato (*Buy*) nel giorno dell'IPO, detenuto (*Hold*) e poi venduto nel giorno in cui si chiude il periodo considerato (sei mesi o un anno o tre anni). Di seguito viene riportata la formula BHAR.

$$BHAR_{i(t,T)} = \prod_{t=1}^T *(1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T *(1 + R_{B,t})$$

Con  $R_{i,t}$  si indica il rendimento mensile dell'*i*-esimo IPO, ovvero il rendimento mensile del titolo preso in considerazione. Il suddetto rendimento mensile è stato calcolato come la media dei rendimenti giornalieri del titolo registrati in quel singolo mese. A sua volta, il rendimento giornaliero del titolo è stato calcolato con in logaritmo naturale del rapporto tra due prezzi: quello giornaliero di chiusura con quello giornaliero di chiusura del giorno precedente. Ad esempio, per calcolare il rendimento giornaliero del titolo nel terzo giorno di negoziazione si è fatto:  $\ln(P \text{ di chiusura del terzo giorno} / P \text{ di chiusura del secondo giorno})$ . L'unica eccezione è rappresentata dal calcolo del rendimento giornaliero del primo giorno, calcolato con il  $\ln$  del rapporto tra il prezzo di chiusura del primo giorno e quello di apertura del primo giorno (non avendo ovviamente un prezzo di chiusura giornaliero precedente da considerare). Tramite la stessa logica viene calcolato  $R_{B,t}$ , con il quale ci si riferisce al rendimento mensile dell'indice di mercato preso come riferimento, che costituisce il *benchmark* (B) attraverso il quale misurare l'effettiva *performance* del titolo. L'indice considerato nell'equazione è il FTSE MIB, scelto poiché esso è tra tutti il più rappresentativo del mercato italiano e perché è quello che più ricalca gli *standard* internazionali degli altri indici principali nel mondo. Una volta che sono stati calcolati tutti gli  $R_{i,t}$  e tutti gli  $R_{B,t}$  (rispettivamente 6 e 6 nel caso del BHAR a sei mesi, 12 e 12 col BHAR ad un anno e 36 e 36 per il BHAR a tre anni), sono state svolte le due produttorie, ovvero sono stati moltiplicati tutti gli  $(1 + R_{i,t})$  tra loro e tutti gli  $(1 + R_{B,t})$  tra loro. Dalla differenza risultante tra le due produttorie scaturisce il risultato finale, ovvero il BHAR del titolo *i*.

Per calcolare il rendimento dell'intero portafoglio composto dalle società costituenti il campione, è stata calcolata la media di tutti i BHAR delle società, rispettivamente a sei mesi, ad un anno e a tre anni. In questo modo sono stati creati tre distinti sub-campioni e quindi tre distinti portafogli, dai quali sono stati ottenuti tre ABHAR (*average* BHAR). Il singolo portafoglio, costituito da *n* IPO, varia a seconda dell'orizzonte temporale considerato. Si ha

infatti  $n = 32$  per il calcolo dell'ABHAR a 6 mesi,  $n = 31$  per il calcolo dell'ABHAR ad 1 anno e  $n = 21$  per il calcolo dell'ABHAR a 3 anni. Delle 40 società che costituivano il campione di partenza infatti 8 sono state eliminate in questa sede. Di esse, 6 perché non si riusciva a ricondurle ad un indice specifico (le 5 che hanno effettuato il *delisting* e Italian Exhibition Group) necessario per le considerazioni finali; le altre due<sup>143</sup> perché, essendosi quotate a fine del 2019, non disponevano di sufficienti osservazioni neanche per calcolare il BHAR a sei mesi. Di queste 32, sempre 32 società disponevano di osservazioni per almeno sei mesi, 31 per almeno un anno e 21 per almeno tre anni.

Guardando al significato dell'ABHAR, con la media dei BHAR si esprime il rendimento ottenibile da un ipotetico investitore che investa in un dato momento la stessa cifra nei vari titoli componenti il campione, liquidandola nell'istante  $t$  nel quale si vuole conoscere il risultato del rendimento periodale. Questa formula è la più utilizzata nella letteratura moderna per il calcolo dei rendimenti di un portafoglio nel medio e lungo termine e negli anni ha preso il posto dell'altra formula comunemente utilizzata per questo scopo: il CAR (*Cumulative Abnormal Return*). Quest'ultima ipotizzava che venissero venduti i titoli con *performance* migliori e che si reinvestisse quanto liquidato nei titoli con *performance* peggiori. “Per questo motivo la metodologia CAR è ritenuta poco credibile e difficilmente replicabile in pratica anche per gli alti costi di transazione che implicherebbe. Inoltre, la procedura di cumulo porta non solo a cumulare i rendimenti ma anche i loro errori di stima”<sup>144</sup>. Si è ritenuto quindi che il BHAR fosse più efficiente in questi termini. Non mancano però le critiche anche verso quest'ultima: la principale è che il BHAR (come del resto anche il CAR) suppone che tutte le IPOs del campione avvengano nello stesso giorno, considerando quindi un momento fittizio come istante 0 dal quale iniziare a calcolare i rendimenti e nel quale suddividere la cifra totale investita per gli  $n$  titoli. Solo così si possono mettere sullo stesso piano le 32 società per il BHAR a sei mesi, le 31 per quello ad un anno e le 21 per quello a tre anni.

#### 4.4 Risultati finali e conclusioni

---

<sup>143</sup> Sanlorenzo e Newlat Food.

<sup>144</sup> S. Fabrizio e M. Samà, 2001, “L'underpricing degli IPO italiani. Uno studio sugli IPO del periodo 1995–1998” Quaderni di Finanza Consob 44: 5–25.

I risultati finali ai quali si è giunti saranno di seguito esposti seguendo l'ordine logico delle tre ipotesi di ricerca.

#### 4.4.1 Conclusioni in merito all'*underpricing*

Innanzitutto, si riporta l'Ipotesi 1 che coincide con l'obiettivo principale da verificare: Le IPOs avvenute nel mercato azionario italiano nel periodo che va dal 2008 al 2019 compresi sono caratterizzate in media da *underpricing*. Dopo aver calcolato la media dei vari risultati ottenuti applicando la formula dell'*underpricing* riportata nel presente capitolo, si riscontra un *underpricing* medio pari al +3,11%. Sulla base del presente risultato si può affermare che i dati analizzati sono in linea con l'Ipotesi 1. Da un punto di vista della significatività statistica però non si può affermare che l'Ipotesi 1 sia vera generalizzando il concetto, a causa della scarsità di osservazioni presenti nel campione. In ogni caso, da un punto di vista descrittivo il risultato è solido e risulta ancora più convincente alla luce delle seguenti considerazioni aggiuntive. Il valore della mediana riscontrata nella stessa serie è pari al +1,03%, che indica come la distribuzione dei rendimenti sia indirizzata verso valori positivi. Come evidenzia la Tabella N. 7 di seguito riportata, sulle 40 IPOs analizzate 23 hanno riscontrato *underpricing*, 14 *overpricing* e 3 non hanno riscontrato alcuna variazione tra il prezzo d'offerta e di chiusura del primo giorno di negoziazione. Letti assieme tutti questi risultati quindi confermano la solidità del risultato da un punto di vista descrittivo. Oltre a ciò, avendo riscontrato un *underpricing* medio inferiore al +6,1% registrato dallo studio di Arcuri et al.<sup>145</sup>, il risultato è perfettamente in linea con le aspettative. Non si può neanche in questa sede affermare da un punto di vista inferenziale, ma comunque è logico constatare che, da un punto di vista descrittivo, questa riduzione del valore di *underpricing* medio presente nel mercato azionario italiano, rifletta un aumento dell'efficienza dello stesso.

*Tabella N. 7: "Rendimenti iniziali suddivisi per tipologia e per anno"*

---

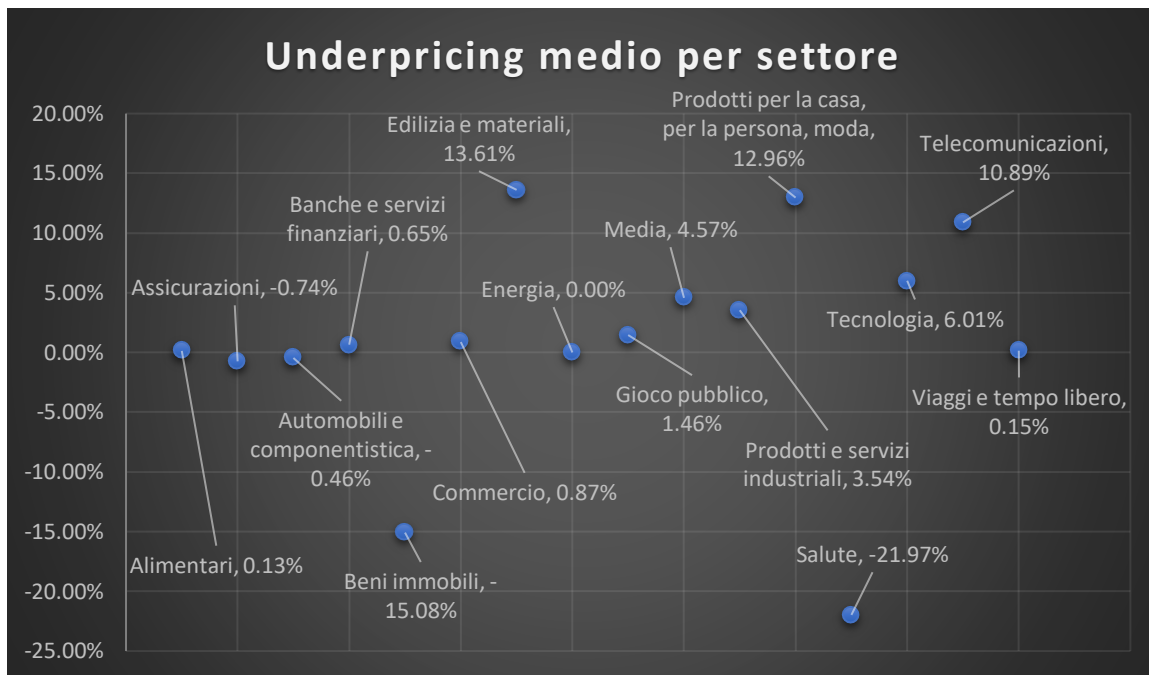
<sup>145</sup> M. C. Arcuri, G. Gandolfi, M. Regalli, MG. Soana, Gennaio 2018, "Underpricing and long-term performance of IPOs: Evidence from European intermediary-oriented markets", *Economics, Management, and Financial Markets* 13(3), 2018 pp. 11–36.

	Osservazioni	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Underpricing</b>	<b>23</b>	0	1	0	1	1	1	2	5	2	5	4	1
<b>Overpricing</b>	<b>14</b>	1	0	1	0	0	1	3	2	1	3	0	2
<b>No Variazione</b>	<b>3</b>	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	1
<b>Totali</b>	<b>40</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>Rendimento medio</b>		<b>-58,16%</b>	<b>8,04%</b>	<b>-11,16%</b>	<b>10,03%</b>	<b>40,33%</b>	<b>18,75%</b>	<b>-0,70%</b>	<b>5,39%</b>	<b>1,93%</b>	<b>4,71%</b>	<b>8,61%</b>	<b>-2,13%</b>

Come si evince dalla Tabella N. 7 gli anni in cui si sono riscontrate più volte IPOs *underpriced* sono il 2015, il 2017 e il 2018; in quest'ultimo anno in particolare tutte e 4 le IPOs sono state caratterizzate da *underpricing*. Analizzando solamente le 23 IPOs *underpriced*, si nota che la maggior parte di esse ha valori contenuti: 8 hanno valori inferiori o simili al +5%, 7 inferiori od uguali al +10% e 5 sono inferiori od uguali al 20%. Si riscontrano solamente tre valori anomali: una IPO è compresa tra il 20% e il 30% e due sono comprese tra il 30% e il 40%. Facendo lo stesso ragionamento sui titoli *overpriced*, si nota come ben 8 su 14 abbiano un valore inferiore al -5% e come la quasi totalità (ovvero 12 su 14) riscontrino un rendimento al di sotto del -20%. Anche qui quindi, se si escludono i casi anomali, la distribuzione dei dati tende verso lo 0%, evidenziando valori abbastanza contenuti. Guardando invece ai rendimenti medi (calcolati sul rendimento a prescindere dal fatto che l'IPO fosse stata o meno *underpriced*), si nota come essi siano stati molto volatili nei primi sei anni del campione, mentre più contenuti e costanti negli ultimi sei anni. Ancora una volta questo sembra confermare il fatto che dal 2008 al 2013 l'economia italiana, e di conseguenza il mercato azionario italiano, erano caratterizzati da incertezza e crisi.

Si è voluto poi analizzare il comportamento del fenomeno dell'*underpricing* anche a livello di settore di appartenenza delle società quotate. Per approssimare l'andamento dei diversi valori si è calcolato l'*underpricing* medio per settore. Come si evince dal Grafico N. 6 presentato di seguito, la maggior parte dei settori si adagia tra valori compresi tra lo 0% e il 6%.

*Grafico N. 6: "Underpricing medio per settore"*



I settori che più si discostano da questi valori centrali sono quello dell'edilizia e materiali, dei prodotti per la casa, per la persona, moda e quello delle telecomunicazioni, per quanto riguarda l'*underpricing*; per quanto concerne invece valori di *underpricing* negativo (*overpricing*) spiccano quello dei beni immobili e quello della salute. Va specificato però che di questi dati pochi hanno rilevanza: infatti solo tre settori presentano un numero accettabile di osservazioni, mentre tutti gli altri contano una o massimo due osservazioni (a tal proposito si faccia riferimento alla Tabella N. 8). I settori più rilevanti per l'analisi sono quello dei prodotti e servizi industriali con 11 osservazioni, quello dei prodotti per la casa, per la persona, moda con 8 osservazioni e quello delle banche e servizi finanziari con 5 osservazioni. Si può quindi giungere a conclusioni solamente in questi tre casi. Dati alla mano, risulta abbastanza sotto prezzato in sede di emissione quello dei prodotti per la casa, per la persona, moda (12,96%). Quello dei prodotti e servizi industriali presenta un *underpricing* contenuto (3,54%), mentre quello delle banche e servizi finanziari risulta essere il più efficiente con un *underpricing* sostanzialmente nullo (0,65%), che si traduce in una quantità bassissima di "soldi lasciati sul tavolo".

Tabella N. 8: "Numero di IPO per settore e per anno"



Settore	Numero di IPO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Alimentari	2								1				1
Assicurazioni	1								1				
Automobili e componentistica	1										1		
Banche e servizi finanziari	5							2	1		2		
Beni immobili	1									1			
Commercio	2								1		1		
Edilizia e materiali	1											1	
Energia	1			1									
Gioco pubblico	1										1		
Media	1							1					
Prodotti e servizi industriali	11			1				2	2	1	3	1	1
Prodotti per la casa, per la persona, moda	8		1		1	1	2		1	1			1
Salute	2	1										1	
Tecnologia	1											1	
Telecomunicazioni	1								1				
Viaggi e tempo libero	1												1

In ultima istanza, si è pensato di analizzare l'*underpricing* anche in relazione agli indici azionari. Al contrario dei settori, essendo solamente tre gli indici che compongono il MTA, in questa sede i dati presentano una maggior rilevanza in quanto a significato. Il FTSE Italia Mid Cap e il FTSE MIB registrano entrambi in media il verificarsi di *underpricing*, rispettivamente con un +7,09% e con un +8,21%. Il valore medio del FTSE Italia Mid Cap esprime bene la distribuzione dei valori nella serie, dato che la mediana ha pressoché lo stesso valore (+7,33%) e vi sono 16 osservazioni. La media del FTSE MIB invece è meno affidabile poiché il risultato è annacquato da casi anomali, infatti la mediana è del +3,67% ed inoltre si contano solo 6 osservazioni. D'altro canto, il FTSE Italia Small Cap presenta un *overpricing* medio del -5,61%; questo dato però va considerato alla luce di alcune anomalie registratesi in questo indice, come il rendimento negativo estremamente anomalo del -58,16% registrato da Molmed, l'unica società quotata nel 2008.

#### 4.4.2 Conclusioni in merito all'underperformance

Con l'Ipotesi 2 si mira a verificare se le IPOs avvenute nel mercato azionario italiano nel periodo che va dal 2008 al 2019 compresi sono caratterizzate in media da *long term underperformance*. Affinché ciò sia vero, ci si attenderebbe tre ABHAR (a sei mesi, ad un anno e a tre anni) negativi. Invece, i risultati riscontrati confermano un *trend* opposto, caratterizzato da una *performance* positiva sia nel medio che nel lungo termine. A sei mesi si riscontra un ABHAR di +0,34%, ad un anno la media dei BHAR è di +0,55% e a tre anni l'ABHAR è pari al +0,85%. I dati analizzati quindi non evidenziano *long term underperformance*, bensì una *performance* positiva in ogni orizzonte temporale, che per giunta migliora rispetto al *benchmark* di riferimento (FTSE MIB) all'aumentare del fattore tempo. Sempre a causa delle poche osservazioni presenti rispettivamente nei tre sub-campioni di dati, non è possibile generalizzare

e quindi rifiutare l’Ipotesi 2, però si può affermare senza indugio che da un punto di vista descrittivo i dati analizzati presentano un *trend* opposto a quello atteso. Infatti, gli altri *papers* che hanno studiato questo fenomeno negli anni passati in Italia avevano evidenziato una *performance* di lungo termine negativa.

Anche in questa sede si sono poi analizzati i dati secondo altri parametri per osservare se sussistessero altre tipologie di andamenti. Si è inizialmente considerato il fattore temporale, scandendo il campione per singoli anni: è stato quindi ricalcolato l’ABHAR per ogni anno, come evidenziato nella Tabella N. 9.

Tabella N. 9: “ABHAR per orizzonte temporale e per anno”

	2008	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>6 mesi</b>	0,27%	-0,16%	1,33%	1,07%	-1,87%	0,59%	0,65%	-0,55%	0,64%	-0,21%	0,64%
<b>1 anno</b>	0,65%	-1,05%	3,90%	1,55%	-1,62%	1,41%	0,70%	-0,17%	0,44%	-0,28%	/
<b>3 anni</b>	-3,71%	1,37%	3,40%	-0,07%	0,29%	2,29%	0,20%	1,18%	/	/	/

Come per l’analisi effettuata per l’*underpricing*, va specificato che gli unici anni che dispongono di sufficienti osservazioni sono il 2014, 2015, 2016, 2017, 2018. Gli altri anni esprimono degli ABHAR che si basano solamente su una osservazione. Per gli anni dal 2014 al 2018 comunque è difficile giungere a delle conclusioni che evidenzino uno specifico *trend*. Si è svolta poi un’analisi per settori, raggruppando i titoli per settore di appartenenza e calcolando poi l’ABHAR per ognuno di esso. Non viene presentato un grafico di dispersione come si era optato nell’analisi dell’*underpricing* per settore, perché bisognerebbe riportare tre grafici (uno per ogni orizzonte temporale). Pertanto, si è optato per riportare un’altra tabella che riporta gli stessi risultati in modo più conciso, solamente per i tre settori che presentano un numero di osservazioni rilevante. Questi sono gli stessi considerati nell’analisi dell’*underpricing*, ovvero quello delle banche e servizi finanziari, dei prodotti e servizi industriali e quello dei prodotti per la casa, per la persona, moda.

Tabella N. 10: “ABHAR per settori con più osservazioni e per orizzonte temporale”

	Banche e servizi finanziari	Prodotti e servizi industriali	Prodotti per la casa, per la persona, moda
<b>6 mesi</b>	0,65%	0,19%	0,64%
<b>1 anno</b>	0,68%	0,25%	1,68%
<b>3 anni</b>	0,69%	2,35%	1,77%

Seguendo sempre un'impostazione descrittiva dei risultati si conviene che tutti e tre i settori presentano un ABHAR positivo. Quello delle banche e servizi finanziari rimane pressoché sugli stessi valori al variare dell'orizzonte temporale per il quale si detengono i titoli; quello dei prodotti e servizi industriali registra dei rendimenti in linea con il FTSE MIB se si considerano i 6 mesi e l'anno, mentre supera e discosta positivamente dal *benchmark* nell'analisi a tre anni. Quello dei prodotti per la casa, per la persona, moda registra lo stesso andamento delle banche nel primo orizzonte temporale, per poi stabilizzarsi a valori più elevati per gli altri due orizzonti temporali.

Da ultimo si è considerato l'indice come parametro di determinazione di altri sub-campioni. Si sono quindi accorpate le varie società che avevano lo stesso indice e sono stati calcolati gli ABHAR per i rispettivi tre indici e in ognuno dei tre intervalli temporali. Anche in questa sede valgono le stesse considerazioni fatte nel paragrafo dell'*underpricing* circa la numerosità dei tre campioni. Tra tutti e tre quello che performa meglio è il FTSE Italia Mid Cap, con un ABHAR di +0,65%, + 1,23 % e +2,26% (rispettivamente a sei mesi, ad un anno e a tre anni). Presenta un andamento simile il FTSE MIB, che registra degli ABHAR di +0,46%, +1,19% e +1,86% (rispettivamente a sei mesi, ad un anno e a tre anni). L'andamento per entrambi questi indici quindi è positivo e aumenta con l'aumentare dell'orizzonte temporale, esprimendo quindi un'ottima crescita nel medio lungo termine dei titoli considerati. Al contrario, il FTSE Italia Small Cap registra dei rendimenti negativi in ogni orizzonte temporale: -0,16%, -0,67% e -1,74% (rispettivamente a sei mesi, ad un anno e a tre anni). Esso inoltre peggiora all'aumentare del fattore tempo, evidenziando quindi un andamento tutt'altro che profittevole del portafoglio. Si può fare un parallelismo con l'analisi dell'*underpricing* effettuata per gli indici: è curioso infatti notare che i due indici italiani a maggiore capitalizzazione (il FTSE Italia Mid Cap e il FTSE MIB) presentino entrambi un *underpricing* medio positivo e al contempo anche delle *performance* nel medio e lungo termine positive. Al contrario, per l'indice a minor capitalizzazione del mercato azionario italiano (il FTSE Italia Small Cap), si registra sia un *underpricing* medio negativo, sia una *performance* nel medio e lungo termine negative. Si può pertanto affermare, non da un punto di vista generale bensì circoscritto a questa specifica analisi, che questi risultati suggeriscano che i due indici a maggiore capitalizzazione siano stati i migliori nei quali quotarsi per le società considerate. Ciò si riflette in una maggiore efficienza dei due indici sia in sede di IPO, sia per quanto concerne l'andamento del titolo nell'*aftermarket*.

Oltre a queste considerazioni di tipo descrittivo, si è voluto per l'analisi della *performance* di medio e lungo periodo andare più a fondo, implementando due test statistici. Entrambi i test di cui si dirà a breve sono stati scelti sulla base dei risultati che si mirava ad ottenere e soprattutto sulla base della tipologia di dati a disposizione. In base a quest'ultimi non era possibile fare delle assunzioni circa la distribuzione di partenza, vale a dire che non era possibile affermare che i dati avessero una distribuzione normale (o Gaussiana). Per questo motivo sono stati scelti due test di natura non parametrica. I due test in questione sono quello di Kruskal – Wallis e quello di Mann - Whitney. Convenzionalmente è stato impostato  $\alpha$  pari a 0.05 in entrambi i test. Il test di Kruskal – Wallis è un'estensione del Wilcoxon Rank-Sum test, che si presta al caso in cui si debbano analizzare più di due campioni tra loro indipendenti. Pertanto, è stato scelto questo tipo di test per analizzare se ci sia almeno un settore trainante all'interno del portafoglio, ovvero se ci sia un settore in particolare (o più di uno) responsabile più degli altri per aver restituito un valore di ABHAR positivo sul campione originario. Con “Ho” si indica l'ipotesi nulla, ovvero si intende che le popolazioni dei diversi gruppi (dei settori quindi in questo caso) hanno la stessa dominanza, in altre parole che hanno la stessa mediana. Tradotto nel caso in considerazione, rifiutare Ho significherebbe dire che almeno una mediana è diversa. Di conseguenza i gruppi (i settori) non appartengono alla stessa popolazione. In particolare, significherebbe che quindi vi è almeno uno tra essi che ha trainato gli altri nella determinazione dell'ABHAR sul campione originario. Il presente test è stato quindi svolto tre volte, per verificare se fosse possibile o meno rifiutare l'ipotesi nulla in ognuno dei tre orizzonti temporali. In tutti e tre i casi il test ha restituito un valore che ci impedisce di rifiutare Ho. Quindi nella valutazione dell'ABHAR a sei mesi, ad un anno e a tre anni, si può escludere statisticamente la presenza di almeno un settore trainante. In altri termini, la tipologia di settore non è un elemento distintivo nel determinare il rendimento di medio e lungo periodo dei titoli. Il test di Mann – Whitney (U test) è molto simile al precedente ed è anch'esso un'alternativa al Wilcoxon Rank-Sum test. In questa sede si è optato per questo tipo di test perché viene utilizzato quando vi sono solamente due gruppi da analizzare. I due gruppi in questione sono due diversi periodi temporali, il primo che va dal 2008 al 2012 e il secondo che va dal 2013 al 2019. I dodici anni nei quali sono state osservate le varie IPOs sono stati quindi suddivisi a metà a causa delle diverse caratteristiche economico-finanziarie di questi due periodi. Il primo dei due è stato infatti, come più volte già sottolineato, identificato come un periodo di forte incertezza e crisi, mentre al contrario il secondo periodo è stato caratterizzato da una ripresa economica e del settore finanziario in senso lato. L'obiettivo è pertanto quello di studiare se l'essersi quotati in un periodo piuttosto che nell'altro avesse comportato una migliore o una

peggiore *performance* del titolo nel medio e nel lungo termine. Il test è stato quindi svolto tre volte, in modo da verificare quanto appena detto a sei mesi, ad un anno e a tre anni. Il funzionamento di questo test è pressoché identico rispetto a quello di Kruskal – Wallis. Anche in questo caso  $H_0$  è definita come lo scenario in cui due gruppi (che qui sono i due diversi periodi storici considerati) sono estratti da una singola popolazione e di conseguenza le mediane sono uguali. Se il risultato fosse che si rifiuta  $H_0$ , ciò implicherebbe che uno dei due periodi storici sarebbe stato più favorevole dell'altro per condurre una IPO, in quanto si sarebbero ottenuti dei BHAR dei titoli migliori, o in altre parole delle *performance* migliori. Ma anche in questo caso in tutti e tre i test condotti il risultato è stato sempre lo stesso, ovvero che non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla. Ciò significa che non c'è una differenza statisticamente significativa tra i due periodi di tempo considerati nel determinare il BHAR a sei mesi, ad un anno e a tre anni. Al contrario quindi di quanto si potesse pensare in un primo momento, l'aver condotto una IPO nell'uno o nell'altro periodo, non avrebbe impattato sulla *long term performance* del titolo. Questo risultato è certo poiché la formula funziona anche se uno dei due gruppi ha un basso numero di osservazioni, però va comunque specificato che si sarebbe potuto ottenere un risultato più robusto nel caso che nel periodo che va dal 2008 al 2012 ci fossero state più osservazioni (in questi tre test questo gruppo era sempre costituito da quattro osservazioni in totale).

#### **4.4.3 Conclusioni in merito alla relazione tra underpricing e underperformance**

L'ultimo obiettivo è quello appunto di verificare l'Ipotesi 3, ovvero che i titoli che hanno riscontrato *underpricing*, presentino una *performance* di medio e lungo periodo migliore (quindi un BHAR più elevato e una minore *underperformance*) rispetto agli altri titoli.

Per analizzare i dati sono state svolte due tipologie di analisi: una statistico descrittiva e una statistico inferenziale.

Quella descrittiva considera solamente i titoli *underpriced*. Per ogni titolo è stato riportato il suo valore di *underpricing* e il suo corrispondente BHAR. Dato che il BHAR è stato calcolato per tre periodi, questo procedimento è stato svolto tre volte, ottenendo quindi tre diverse tabelle. Nella prima (6 mesi come orizzonte temporale) vi sono 19 titoli, che rappresentano quindi quelli caratterizzati da *underpricing* per i quali era stato calcolato il BHAR. Nella seconda tabella (1 anno come periodo) vi sono sempre 19 titoli e nella terza (che considera 3 anni come orizzonte)

vi sono 12 titoli. Per ogni tabella è stato poi calcolato l'ABHAR, per vedere se e di quanto si discostasse dall'ABHAR calcolato precedentemente per l'Ipotesi 2, che considerava quindi tutti i titoli a prescindere dal fatto che questi fossero *underpriced* o *overpriced*. Guardando ai 6 mesi, si osserva che l'ABHAR dei 19 titoli *undepriced* è del +0,49%, superiore al +0,34% riscontrato su tutto il campione (l'ABHAR aumenta del 44%). Inoltre, i titoli che avevano un BHAR negativo passano dall'aver un peso del 31,25% sul campione totale, rispetto ad un peso del 26,32% sul campione di 19 titoli. Quindi la concentrazione di titoli con BHAR negativo si riduce se si escludono i titoli *overpriced*. Le stesse considerazioni possono essere fatte guardando agli altri due orizzonti temporali. Ad un anno l'ABHAR passa dal +0,55% del campione originale al +0,68% del campione che considera solo i titoli *underpriced* (l'ABHAR aumenta del 23%). L'incidenza sul totale dei titoli con BHAR negativo anche qui diminuisce, passando dal 35,48% al 31,58%. A tre anni l'ABHAR passa dal +0,85% del campione originale al +1,62% del campione che considera solo i titoli *underpriced* (l'ABHAR aumenta del 90%). L'incidenza percentuale anche qui scende, passando dal 28,57% al 25%. Quindi in ognuno dei tre periodi analizzati l'ABHAR aumenta se si considerano solamente i titoli *underpriced*. Alla luce di queste considerazioni si può quindi affermare che i dati che sono stati analizzati sono meglio spiegabili attraverso la teoria continentale. Non si può comunque generalizzare affermando che i dati confermano la veridicità della suddetta teoria, dato che questa è un'analisi meramente descrittiva dei risultati.

L'approccio inferenziale invece considera i tre campioni originali, ovvero quelli utilizzati per il calcolo dell'ABHAR a sei mesi, ad un anno e a tre anni. Per ogni titolo per il quale fosse stato calcolato il BHAR si è quindi associato il relativo valore di *underpricing* o *overpricing* (o di nessuna variazione percentuale). Per indagare l'*external validity* è stato calcolato l'indice di correlazione tra i due tipi di rendimenti nei tre periodi, in modo da osservare se sussistesse un *trend* statisticamente significativo. Affinché i risultati confermino la teoria continentale, bisognerebbe ottenere un risultato tendente a +1. Infatti, l'indice di correlazione restituisce un valore compreso tra -1 e +1, dove con -1 si intende una correlazione negativa tra i due rendimenti (se c'è *underpricing* c'è *underperformance*), con 0 non sussiste alcuna correlazione e con +1 si osserva una correlazione positiva (se c'è *underpricing* vi è una *performance* positiva di lungo termine, ovvero non c'è *underperformance*). Le correlazioni risultanti dai tre periodi sono le seguenti: +0,15 a sei mesi, +0,22 ad un anno e +0,41 a tre anni. I primi due risultati non indicano la presenza di una correlazione tra le due tipologie di rendimenti, in quanto l'indice di correlazione di Pearson non si discosta di molto dallo 0. Nel terzo caso si evince una

correlazione positiva, essendo questa prossima al +0,5. L'aumento della correlazione all'aumentare del periodo temporale, significa che i dati analizzati si descrivono meglio con la teoria continentale via via che il periodo considerato aumenta. Bisogna però fare un'importante precisazione: oltre infatti ad avere pochi titoli che costituiscono i campioni, questi diminuiscono via via che aumenta il periodo analizzato, passando da 32 nell'orizzonte a sei mesi a 21 nell'orizzonte a tre anni, nel quale tra l'altro si riscontra il risultato più significativo. Di conseguenza, i limiti derivanti dalla scarsità del numero dei titoli componenti i campioni, ci precludono la possibilità di generalizzare il risultato affermando che le IPOs del mercato azionario italiano abbracciano la teoria continentale piuttosto che quella anglosassone.

## *Conclusioni*

La presente tesi ha analizzato in dettaglio una delle operazioni più importanti e stravolgenti che un'impresa possa compiere e una tematica cruciale nell'ambito della *corporate finance*: quella delle IPOs. L'analisi presentata ha approfondito le caratteristiche principali di una Initial Public Offering, spiegandone il processo, i ruoli dei soggetti coinvolti, le problematiche che più spesso si verificano e le motivazioni che stanno alla base di questa importante scelta. Questi argomenti sono stati trattati nel primo capitolo, seguendo un approccio di tipo descrittivo. Nel capitolo successivo sono stati analizzati da un punto di vista più tecnico i vari *IPO mechanism*, ovvero i meccanismi di determinazione del prezzo d'offerta, domandandosi quale fosse il più efficiente e perché. Il concetto di efficienza e di massimizzazione dei proventi raccolti dall'offerta è stato in questa sede il *driver* principale nel determinare il meccanismo ottimale, facendo emergere la superiorità del procedimento di *bookbuilding* rispetto agli altri analizzati. Nel terzo capitolo è stata presa in esame la letteratura scientifica di riferimento, per capire come nel corso degli anni sia stato studiato l'*underpricing*, concetto cardine della parte finale del lavoro. Attraverso una *review* della letteratura, sono state riportate le principali correnti letterarie al riguardo, evidenziandone i tratti principali e i risultati ottenuti. Si è altresì riportata la letteratura che si è focalizzata sull'altra anomalia oggetto del presente studio, ovvero la *long run underperformance*. L'ottica nella quale quest'ultima è stata riportata non è stata generale come per la letteratura dell'*underpricing*, bensì posta in relazione a quest'ultima. Si è seguita questa impostazione per preparare le basi per il quarto ed ultimo capitolo, nel quale sono state investigate tre domande di ricerca, due rispettivamente sulle due anomalie e la terza sulla relazione vigente tra di esse. Il contributo alla ricerca sulle IPO che questa tesi si propone di conferire è quindi indirizzato alla letteratura dell'*underpricing*, della *long term underperformance* e di quella che studia la relazione tra le due, in particolare cercando di verificare se sussista una correlazione tra i titoli *underpriced* e il loro rendimento nel medio e lungo periodo. Attraverso delle analisi statistiche, sia descrittive che inferenziali, si è indagata la veridicità delle ipotesi di ricerca prescelte. Le ricerche sono state condotte su un campione di 40 IPOs (che talvolta risulta essere composto da un numero inferiore di titoli a seconda della casistica analizzata) realizzatesi sul mercato azionario italiano, nello specifico nel MTA di Borsa Italiana.



Avendo riscontrato un *underpricing* medio dei titoli costituente il campione pari al +3,11%, i dati analizzati confermano quanto riscontrato dai *papers* precedenti, ovvero che anche il mercato azionario italiano è caratterizzato in media da questa particolare anomalia. Il valore però, essendo contenuto, evidenzia che il suddetto mercato ha raggiunto una maggiore efficienza se paragonato ai decenni precedenti, e quindi si caratterizza per una maggiore maturità. I dati sono stati poi suddivisi per anni, evidenziando valori più contenuti dal 2014 in poi, per settori, riscontrando un andamento altalenante dei dati, e per i tre indici componenti il MTA. I titoli appartenenti al FTSE MIB e al FTSE Italia Mid Cap hanno riscontrato in media *underpricing*, mentre quelli relativi al FTSE Italia Small Cap hanno riscontrato in media *overpricing*.

Per quanto concerne la *long run underperformance*, i risultati ottenuti dallo studio dei rendimenti di medio e lungo periodo calcolati attraverso gli *Average Buy-and-Hold Abnormal Return* (ABHAR), evidenziano un *trend* positivo, opposto alle aspettative basate sui risultati degli altri studi. Si registrano degli ABHAR a sei mesi, ad un anno e a tre anni, rispettivamente del +0,34%, +0,55% e +0,85%. La *performance* è quindi positiva e non negativa, ed il rendimento medio dei titoli dei tre portafogli aumenta all'aumentare del fattore tempo, risultando quindi via via migliore rispetto al rendimento dell'indice considerato come *benchmark*, ovvero il FTSE MIB. Come per la precedente ricerca, i dati sono poi stati raggruppati per anno e per settore, senza però evidenziare dei *trend* significativi al riguardo. Per questo motivo sono stati svolti due test statistici. Tramite tre Kruskal – Wallis test si è potuto escludere statisticamente la presenza di almeno un settore trainante nella determinazione dell'ABHAR a sei mesi, ad un anno e a tre anni. Attraverso invece tre test di Mann – Whitney (U test), sono stati confrontati due periodi, uno post crisi (2008-2012) caratterizzato da incertezze e uno caratterizzato da maggiore stabilità (2013-2019). Si è confermato statisticamente che l'aver condotto una IPO nell'uno o nell'altro periodo non ha impattato sulla *long term performance* del titolo. Guardando agli indici di mercato, l'analisi degli ABHAR dei portafogli costituiti dai titoli appartenenti agli stessi indici ha invece restituito dei risultati interessanti. I titoli appartenenti al FTSE MIB e al FTSE Italia Mid Cap hanno realizzato degli andamenti positivi in tutti e tre i periodi osservati e crescenti all'aumentare del tempo, mentre quelli del FTSE Italia Small Cap presentano rendimenti sempre negativi, che via via peggiorano. Leggendo questi ultimi risultati in parallelo con i risultati dell'*underpricing* medio per indice, si nota come i titoli a maggiore capitalizzazione risultino in media più efficienti e più performanti di quelli a bassa capitalizzazione.

In riferimento alla relazione tra le due anomalie è stata presentata un'analisi dei dati descrittiva e una statistico inferenziale. Attraverso quest'ultima si è giunti alla conclusione che i dati analizzati non evidenziano una forte correlazione tra *underpricing* e *performance* di medio termine (sei mesi ed un anno), mentre invece presentano un indice di correlazione più robusto nel lungo termine (tre anni). Ciò significa che i dati analizzati si descrivono meglio con la teoria continentale, secondo la quale i titoli che hanno riscontrato *underpricing* in sede di IPO sono più propensi a registrare delle *performance* di lungo periodo migliori rispetto agli altri titoli.

## *Bibliografia*

“Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications”, J. C. Brau & S. E. Fawcett, “Journal of Applied Corporate Finance”, VOL 18 N 3: 107-117, June 2006

“Investire negli IPO”, Tom Taulli, Bloomberg Investimenti - EGEA, 2000, pag.15

“The IPO Decision: Why and How Companies Go Public”, Jason Draho, Edward Elgar Publishing, 2004, pag. 13

Articolo “IPO Pricing in the Dot-com Bubble” di “The Journal of Finance” VOL LVIII NO.2, Alexander Ljungqvist e William J. Wilhelm Jr., Aprile 2003

“Quotarsi in Borsa: La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana”, Documento pdf di Borsa Italiana S.p.A., Gennaio 2001

Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., 23 settembre 2019, Articolo 2.4.1

Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., 23 settembre 2019, Articolo 2.4.2

“Considering an IPO to fuel your company’s future?”, Documento pdf di PwC Deals USA, Novembre 2017

F. Cornelli e D. Goldreich, 2003, “Bookbuilding: How Informative Is the Order Book?”, The Journal of Finance Vol. 58

L. M. Benveniste e P. A. Spindt, 1989, “How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues”, Journal of Financial Economics, Vol. 24, Issue 2, Pages 343-361

L. M. Benveniste e W. Y. Busaba, 1997, “Bookbuilding Versus Fixed-price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing Ipos”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No. 4

B. Biais e A. M. Faugeron-Crouzet, 2002, “IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet”, *Journal of Financial Intermediation* Vol. 11 Issue 1

P. Fulghieri e M. Spiegel, 1993, “A theory of the distribution of Underpriced Initial Public Offers by Investment Banks”, *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol 2. Issue 4

T. H. Maynard, 2002, “Spinning in a Hot IPO -- Breach of Fiduciary Duty or Business as Usual?”, *William & Mary Law Review*

Kandel, Sarig e Wohl, Summer 1999, “The Demand for Stocks: An Analysis of IPO auctions”, *The Review of Financial Studies* Vol. 12, No. 2

Lin, Lee e Liu, 1 giugno 2003, “Why Have Auctions Been Losing Market Shares to Bookbuilding in IPO Markets?”, mai pubblicato

C. B. Barry e R. H. Jennings, 1993, “The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock”, *Financial Management* 22(1): 54–63.

M. A. Spence, Agosto 1973, “Job Market Signaling”, “*The Quarterly Journal of Economics*” Vol. 87, No. 3

K. Rock, 1986, “Why New Issues are Underpriced”, “*Journal of Financial Economics*” 15(1): 187–212

R. Carter e S. Manaster, 1990, “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation”, “*Journal of Finance*” 45(4): 1045–67.

S. T Certo, C. M. Daily, e D. R. Dalton, 2001, “Signaling Firm Value through Board Structure: An Investigation of Initial Public Offerings,” *Entrepreneurship Theory and Practice* 26(2): 33–50.

B. D. Cohen e T.J. Dean, 2005, “Information Asymmetry and Investor Valuation of IPOs: Top Management Team Legitimacy as a Capital Market Signal”, “*Strategic Management Journal*” 26(7): 683–90.

J. D. Arthurs, R. E. Hoskisson, L. W. Busenitz e R. A. Johnson, 2008, “Managerial Agents Watching other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing in IPO Firms”, “*Academy of Management Journal*” Vol. 51, N. 2

S. Chahine, I. Filatotchev, S. A. Zahra, 2011, “Building Perceived Quality of Founder–Involved IPO Firms: Founders’ Effects on Board Selection and Stock Market Performance”, “*Entrepreneurship: Theory and Practice*” 35(2)

M. C. Higgins e R. Gulati, Gennaio 2006, “*Stacking the Deck: The Effects of Top Management Backgrounds on Investor Decisions*”, “*Strategic Management Journal*” Vol. 27, No. 1, pp. 1–25

D. C. Hambrick and P. A. Mason, Aprile 1984, “Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers”, “*The Academy of Management Review*” Vol. 9, No. 2, pp. 193–206

Filatotchev, I. and Bishop, K., 2002, “Board Composition, Share Ownership, and ‘Underpricing’ of U.K. IPO Firms,” *Strategic Management Journal* 23(10): 941–55.

G. D. Bruton, S. Chahine e I. Filatotchev, 2009, “Founders, Private Equity Investors, and Underpricing in Entrepreneurial IPOs”, “*Entrepreneurship Theory and Practice*” 33(4): 909–28.

D. H. Downes e R. Heinkel, Marzo 1982, “Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues”, “*The Journal of Finance*” Vol. 37, No. 1

C. B. Moore, R. G. Bell e I. Filatotchev, 2010, “Institutions and Foreign IPO Firms: The Effects of ‘Home’ and ‘Host’ Country Institutions on Performance,” *Entrepreneurship Theory and Practice* 34(3): 469–90.

Heeley, M. B., Matusik, S. F. and Jain, N., 2007, “Innovation, Appropriability, and the Underpricing of Initial Public Offerings,” *Academy of Management Journal* 50(1): 209–25.

R. Rajan e H. Servaes, 1997, “Analyst Following of Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance* Vol. 52, No. 2

R. K. Aggarwal, L. Krigman e K. L. Womack, Ottobre 2002, “*Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling*”, *Journal of Financial Economics*. Vol. 66 Issue 1, p105-137

M. T. Cliff e D. J. Denis, Dicembre 2004, “Do Initial Public Offering Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing?”, *The Journal of Finance* Vol. 59, No. 6

R.E Miller e F.K. Reilly, 1987, “An Examination of Mispricing, Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings,” *Financial Management* 16, 33–38

J. R. Booth e L. Chua, Giugno 1996, “Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing”, *Journal of Financial Economics* Vol. 41, Issue 2, Pages 291-310

S. X. Zheng e M. Li, Giugno 2008, “Underpricing, ownership dispersion, and aftermarket liquidity of IPO stocks”, *Journal of Empirical Finance* Vol. 15, Issue 3, Pages 436-454

P. K. Pham, P. S. Kalev e A. B. Steen, 2003, “Underpricing, Stock Allocation, Ownership Structure and Post-Listing Liquidity of Newly Listed Firms”, *Journal of Banking and Finance* 27, 919–947.

M. Li, S. X. Zheng, e M. V. Melancon, Giugno 2005, “Underpricing, Share Retention, and the IPO Aftermarket Liquidity” *International Journal of Managerial Finance* 1, 76–94

A. Ellul e M. Pagano, 2006, "IPO Underpricing and After-Market Liquidity", *Review of Financial Studies* 19, 381–421.

N. Bouzouita, J. Gajewski e C. Gresse, Inverno 2015, "Liquidity Benefits from IPO Underpricing: Ownership Dispersion or Information Effect", *Financial Management* pagine 785 – 810.

R. G. Bell, C. B. Moore e H. A. Al-Shammari, 2008, "Country of Origin and Foreign IPO Legitimacy: Understanding the Role of Geographic Scope and Insider Ownership", *"Entrepreneurship Theory and Practice"* 32(1): 185–202.

G. T. Payne, C. B. Moore, R. G. Bell e M. A. Zachary, 2013, "Signaling Organizational Virtue: An Examination of Virtue Rhetoric, Country-Level Corruption, and Performance of Foreign IPOs from Emerging and Developed Economies", *"Strategic Entrepreneurship Journal"* 7(3): 230–51.

Z. Huang, J. Liu e G. Ma, "Distance, transportation and the underpricing of IPOs", *Maggio 2018, Review of Quantitative Finance and Accounting* 52(2)

X. Li, S. S. Wang e X. Wang "Trust and IPO underpricing", *Journal of Corporate Finance*, 2019, vol. 56, issue C, 224-248

M. Willenborg e J. C. McKeown, Febbraio 2000, "Going-Concern Initial Public Offerings", *Journal of Accounting and Economics* 30(3):279-313

V. M. Jog e B. J. McConomy, Gennaio 2003, "Voluntary Disclosure of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses", *Journal of Business Finance & Accounting* 30(1-2):125-168

S. Rock, A. J. Leone e M. Willenborg, Luglio 2007, "Disclosure of Intended Use of Proceeds and Underpricing in Initial Public Offerings", *Journal of Accounting Research* 45(1): 111-153

T. J. Boulton, S. B. Smart e C. J. Zutter, Marzo 2011, "Earnings Quality and International IPO Underpricing", *The Accounting Review* Vol. 86, No. 2, pp. 483-505

J. Yu, L. Tuo e D. Wu, Gennaio 2019, “Industry Peer Firms’ Earnings Quality and IPO Underpricing”, *The Journal of Corporate Accounting & Finance* pp. 36-62

Carola Schenone, Dicembre 2004, “The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing”, *The Journal of Finance*, Vol. 59 No. 6, pp. 2903-2958.

M. M. Binay, V. A. Gatchev e C. A. Pirinsky, Settembre 2007, “The Role of Underwriter-Investor Relationships in the IPO Process”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42 No. 3, pp. 785-809.

Welch, Giugno 1989, “Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance* Vol XLIV, NO. 2

F. Allen e G. R. Faulhaber, 1989, “Signalling by underpricing in the IPO market” *Journal of Financial Economics*, VOL. 23, issue 2, 303-323.

B. B. Francis, I. Hasan, J. R. Lothian e X Sun, Febbraio 2010, “The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45, No. 1, pp. 81-106.

R. Aggarwal e P. Rivoli, 1990, “Fads in the Initial Public Offering Market?”, *Financial Management* 19(4): 45–57.

J. R. Ritter, 1991, “The Long Run Performance of Initial Public Offerings” *The Journal of Finance* 46(1): 3–27.

W. Bessler e M. Seim (Marzo 2011) “European Venture-Backed IPOs: An Empirical Analysis”, mai pubblicato, Justus Liebig University Giessen.

C. Bergström, D. Nilsson e M. Wahlberg, Autunno 2006, “Underpricing and Long-Run Performance Patterns of European Private-Equity-Backed and Non-Private-Equity-Backed IPOs”, *The Journal of Private Equity*, Vol. 9, No. 4, pp. 16-47.



F. Santos, Novembre 2010, “IPO Underpricing and Long-Term Underperformance”, Job Market Paper.

S. Fabrizio e M. Samà, 2001, “L’underpricing degli IPO italiani. Uno studio sugli IPO del periodo 1995–1998” Quaderni di Finanza Consob 44: 5–25.

Gandolfi, G., M. Regalli, and M. C. Arcuri, 2012, “La performance delle IPOs italiane nel medio-lungo termine: il caso delle imprese bancarie”, *Bancaria* 2: 17–29.

M. C. Arcuri, G. Gandolfi, M. Regalli, MG. Soana, Gennaio 2018, “Underpricing and long-term performance of IPOs: Evidence from European intermediary-oriented markets”, *Economics, Management, and Financial Markets* 13(3), 2018 pp. 11–36.

C. Hopp e A. Dreher (2007) “Do Differences in Institutional and Legal Environments Explain Cross-Country Variations in IPO Underpricing?”, CESifo Working Paper 2082.

R. E. Miller (1977) “Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion”, *The Journal of Finance*, 32, 1151-1168.

M. Levis (1993) “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988”, *Financial Management*, 22, 28-41.

L. Krigman W. H. Shaw e K. L. Womack, 1999, “The Persistence of IPO Mispricing and the Predictive Power of Flipping”, *The Journal of Finance* Vol. III.

J. A. Schuster (1996) “Underpricing and Crises – IPO Performance in Germany”, London School of Economics, Discussion Paper n. 252.

## *Sitografia*

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html?lang=it>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/global-coordinator.html?lang=it>

<https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/global-coordinator.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/specialist.html?lang=it>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/sponsor.html?lang=it>

[https://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/09/19/news/alibaba\\_ipo-96119320/](https://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/09/19/news/alibaba_ipo-96119320/)

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/audit/us-audit-private-company-ipos-is-timing-everything.pdf>

[http://www.treccani.it/enciclopedia/lemons\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/lemons_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prospetto-informativo.html?lang=it>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/lead-manager.html?lang=it>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bookrunner.html?lang=it>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/co-lead-manager.html?lang=it>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/liquidita.htm>

<https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004-ipo-letter/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prezzo-di-collocamento.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prezzo-dell-offerta.html>

<https://dealbook.nytimes.com/2011/05/27/why-i-p-o-s-get-underpriced/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>

[https://en.wikipedia.org/wiki/Upper\\_echelons\\_theory](https://en.wikipedia.org/wiki/Upper_echelons_theory)

[http://www.treccani.it/enciclopedia/azzardo-morale\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/azzardo-morale_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bid-ask-spread.html>

<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tps00001/default/table?lang=en>

<https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=en>

[https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2020/202005/capitalizzazioneellesocietaquotate\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2020/202005/capitalizzazioneellesocietaquotate_pdf.htm)

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/ipoematricole/paginaipo2019.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/ipoematricole/ipo-home.htm>