



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Il fenomeno dell'IPO *Underpricing*: basi teoriche ed evidenze empiriche

Il caso Cina

Relatore

Ch. Prof. Guido Mantovani

Laureanda

Katia Guidolin

Matricola 835001

Anno Accademico

2012 / 2013

Un ringraziamento speciale alla mia famiglia, senza la quale non sarei arrivata fin qui, e a tutte le persone che mi hanno sostenuto in questo percorso.

Grazie di cuore.

Indice

Introduzione	V
CAPITOLO I	
La Quotazione: una panoramica del fenomeno	
1.1. DEFINIZIONE, VANTAGGI E SVANTAGGI	1
1.1.1. Introduzione	1
1.1.2. Definizione del fenomeno	5
1.1.3. Analisi dei <i>pro</i> e <i>contro</i> del processo di quotazione	8
1.2. PROCEDURA E PROTAGONISTI DEL PROCESSO DI QUOTAZIONE	14
1.2.1. I differenti soggetti coinvolti	15
1.2.2. Le fasi costitutive il processo di quotazione	27
1.2.3. La fase di <i>post</i> quotazione	35
1.3. METODI DI <i>PRICING</i> ED <i>ALLOCATION</i>	38
1.3.1. Il regime del prezzo fisso	40
1.3.2. Il <i>bookbuilding approach</i>	43
1.3.3. Il metodo d'asta	47
1.4. METODI DI VALUTAZIONE DEL VALORE AZIENDALE	51
1.4.1. Il metodo dei flussi di cassa futuri attualizzati	53
1.4.2. Il metodo dei multipli di mercato	55
1.4.3. EVA®: il metodo dell' <i>Economic Value Added</i>	58
1.5. UN METODO ALTERNATIVO DI PRIVATIZZAZIONE: LE PIPO	60
1.6. QUOTAZIONE E MAGNITUDINE DELL' <i>UNDERPRICING</i> : DATI GLOBALI	68
CAPITOLO II	
La Cina: contesto storico, economico ed istituzionale	
2.1. INTRODUZIONE	87

2.2. LA STORIA: <i>THE CHINESE REFORM</i>	89
2.2.1. Il contesto storico	89
2.2.2. La riforma economica	92
2.2.3. La riforma agricola	97
2.2.4. La riforma delle <i>State Owned Enterprises</i> (SOE)	99
2.2.5. La <i>Open Door Policy</i>	105
2.2.6. La politica di prezzo	107
2.3. I MERCATI AZIONARI E LE TIPOLOGIE DI AZIONI NEGOZiate	109
2.3.1. Il mercato dei capitali in Cina: il contesto di partenza	111
2.3.2. Lo sviluppo del mercato azionario	116
2.3.3. Le Borse Valori: Shanghai e Shenzhen Stock Exchange	123
2.3.4. La Borsa di Hong Kong: un caso a parte	129
2.3.5. Le classi azionarie	137
2.4. IL RUOLO DELLE AUTORITÀ REGOLAMENTARI: IL CSRC	147
2.5. IL CONTESTO REGOLAMENTARE	152
2.5.1. Il <i>Quota System</i> ed il passaggio al <i>Recommending&Approving System</i>	152
2.5.2. Il <i>Price Cap</i>	157
2.5.3. I metodi di <i>Pricing</i>	160
2.5.4. I metodi di <i>Allocation</i>	164
2.5.5. <i>Listing requirements</i> e processo di quotazione	168

CAPITOLO III

Teorie esplicative l'IPO *Underpricing*

3.1. INTRODUZIONE	173
3.2. IL FILONE DELLE ASIMMETRIE INFORMATIVE	174
3.2.1. La Maledizione del Vincitore	174
3.2.2. <i>Information Revelations Theories</i>	177
3.2.3. Il modello Principale-Agente	181
3.2.4. La Teoria della Segnalazione	184
3.2.5. Le Teorie dell'Incertezza <i>Ex Ante</i>	187
3.3. IL FILONE DELLE TEORIE ISTITUZIONALI	190

3.3.1. <i>Le Litigation Risks Theories</i>	191
3.3.2. <i>Le Price Stabilization Theories</i>	194
3.3.3. Le Teorie sul Vantaggio Fiscale	196
3.4. LE TEORIE SULL'ASSETTO PROPRIETARIO E SUL CONTROLLO	198
3.5. LE TEORIE COMPORTAMENTALI	204
3.5.1. <i>The Informational Cascades</i>	205
3.5.2. <i>Investor Sentiment e Mental Accounting Theories</i>	206
3.6. APPLICABILITA' AL CONTESTO CINESE	211
3.6.1. IPO&PIPO	226
3.6.2. Teorie riconducibili alle <i>Chinese Characteristics</i>	227
CAPITOLO IV	
IPO UNDERPRICING in Cina: evidenze empiriche sul tema	
4.1. OBIETTIVI	245
4.2. <i>DATASET</i> E METODOLOGIA DI RICERCA	247
4.3. MODALITA' DI CALCOLO DELL' <i>UNDERPRICING</i> E <i>BENCHMARK INDECES</i>	257
4.4. RISULTATI E ANALISI SETTORIALE	270
4.5. SPIEGAZIONI	302
4.6. CONCLUSIONI	316
Bibliografia	323

INTRODUZIONE

In un periodo storico, come quello che si sta attraversando, in cui il mondo bancario è sempre più restio all'elargizione di finanziamenti alle imprese, la quotazione in borsa si presenta quale valida alternativa per risolvere il costante problema di *fund raising*.

La stessa tuttavia, al di là di rispondere in tempi lampo al - facilmente comprensibile - bisogno di reperire il capitale necessario per il perseguimento degli obiettivi aziendali, implica parimenti uno sconvolgimento della struttura societaria, con relativa diluizione della proprietà. Ai fini di tale scritto rileva inoltre che, come testimoniato dai primi studi formulati in materia [Ibbotson (1975), Ibbotson&Jaffe (1975), Logue (1973), Ritter (1984)] il *Going Public Process*, come viene comunemente indicato il processo di prima quotazione (in inglese IPO)¹ è globalmente caratterizzato dal fenomeno di *Underpricing*, letteralmente “sotto-prezzamento”.

Sostanzialmente lo stesso si configura in aumento di valore, spesso anche considerevole, subito dal prezzo delle azioni oggetto di IPO una volta che le stesse vengono ammesse alle negoziazioni ufficiali: adottando un differente punto di vista. si tratta di un'ingente perdita di capitale per l'impresa quotanda che infatti avrebbe potuto emettere un minor numero di azioni - da cui ne sarebbe contestualmente derivata una minor diluizione della proprietà [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]- ottenendo comunque il medesimo ammontare di capitale. Contrariamente, gli investitori cui sono stati allocati i titoli in sede primaria (spesso *professional investors*) si ritroveranno detentori di strumenti finanziari caratterizzati da ragguardevoli *positive returns*, considerato il balzo in avanti fatto dal prezzo una volta avviate le negoziazioni ufficiali: saranno infatti loro, e non l'impresa emittente, a beneficiare del delta positivo che si verrà a registrare quale differenza tra il prezzo di chiusura al primo giorno di contrattazioni e l'IPO *price*.

L'*Underpricing* è stato a più voci definito fenomeno *puzzling* [Grinblatt&Hwang (1989)] nel mondo della finanza, poiché - per la sua stessa natura - va a “scontrarsi” con il concetto di mercato efficiente. Oltre ad esistere sin dall'origine dei mercati finanziari regolamentati, dal momento in cui è divenuto possibile quotarsi, lo stesso colpisce le

¹ Sigla di *Initial Public Offering*.

IPO a livello mondiale: non si tratta infatti di un fenomeno circoscritto, benché la magnitudine dello stesso vari condizionata da molteplici fattori legati all'elemento geografico. A tal proposito, in sede di *data collection by Country*, Loughran *et al.* (2012) rilevarono, in una comparazione tra 49 differenti nazioni, come il contesto cinese avesse fatto registrare dati di IPO *Underpricing* a dir poco eccezionali, dell'ordine di tre cifre percentuali. Si trattava pertanto di un dato straordinario, ben superiore non solo rispetto allo stesso registrato nelle *developing countries* [Lee *et al.* (1996), Levis (1995), McGuinness (1992)], ma anche confrontandolo con realtà che, per loro stessa configurazione, presentano un maggior numero di similitudini con il contesto cinese: il riferimento è agli altri *emerging market*, Brasile ed India per citare i più emblematici, i quali tuttavia hanno registrato dati di *Underpricing* dai toni ben più modesti [Kim *et al.* (1995), Marisetty&Subrahmanyam (2006)].

Scopo di questo elaborato sarà proprio indagare quali possano essere le cause a giustificazione degli eccezionali dati di sotto-prezzamento registrati in Cina e non anche altrove [Chen *et al.* (2000), Mok&Hui (1998), Su&Fleisher (1999)]. A tal fine verranno applicate, laddove possibile, le innumerevoli teorie "classiche", formulate al tempo adottando come *focus* di indagine il contesto US: questo infatti è stato storicamente il terreno di partenza impiegato per ogni analisi empirica che trattasse l'IPO *Underpricing*. Qualora le stesse non permettano di giungere ad alcuna conclusione, o forniscano una spiegazione incompleta del fenomeno perché applicabili solo parzialmente, si procederà cercando di individuare delle teorie "alternative" che, a partire dalla letteratura asiatica presente in materia, più recente della "cugina" di stampo americano, ma allo stato attuale piuttosto ricca, riescano laddove le teorie classiche hanno fallito.

La Cina infatti è una nazione dagli innumerevoli ed a volte inimmaginabili caratteri precipui: ipotizzare di poter spiegare l'elevato IPO *Underpricing* qui rilevato attingendo semplicemente al bagaglio di motivazioni *standard* formulate a partire dal contesto occidentale, estremamente distante dalla realtà cinese, si palesava quale fatto impossibile, oltre che irragionevole.

Per questo motivo gli studi asiatici focalizzati su questa tematica hanno incluso variabili esplicative fino ad allora completamente ignorate dalle indagini precedenti, poiché non rilevanti nel contesto occidentale: primo fra tutti il ruolo del Governo che in Cina, a

differenza che in altre realtà, è di per sé onnipresente, anche per quel che concerne il processo di IPO.

Più precisamente il presente lavoro si articolerà in quattro differenti capitoli.

Il primo fornirà al lettore le basi per comprendere le motivazioni che genericamente spingono un'impresa a quotarsi, i rischi ed i benefici connessi, i soggetti coinvolti e la procedura da seguire meticolosamente per ottenere l'ammissione a quotazione. Sempre all'interno del medesimo verrà introdotto il concetto di *Undepricing* fornendo, oltre alla definizione e a chiarimenti circa le differenti modalità di calcolo dello stesso, anche i dati ad esso associati, dapprima con un'ottica globale, successivamente con un *focus* sulla sola nazione cinese, da qui in poi protagonista indiscussa dell'intero elaborato.

Alla luce dei dati estremamente elevati fatti registrare esclusivamente in Cina, il secondo capitolo si addenterà più nello specifico fornendo, nei limiti del possibile, una panoramica di tale Stato, sia dal punto di vista dell'assetto economico-istituzionale, che ripercorrendone la storia: questa parte sarà propedeutica allo scopo che ci si è inizialmente prefissati, ossia individuare le cause sottostanti l'eccezionale IPO *Undepricing* qui registrato. Pensare infatti di poter proseguire nell'indagine senza avere una profonda conoscenza della storia, così come delle leggi che regolamentano i mercati e delle istituzioni che li sorvegliano, è di per sé impossibile. In particolar modo questo capitolo fornirà una dettagliata spiegazione di tutte quelle riforme che nel corso degli anni si sono succedute in Cina, le quali erano complessivamente volte a far evolvere tale nazione da uno stato storicamente *central planned* – coerentemente con l'impostazione comunista – ad uno più *market oriented*. Questa approfondita conoscenza permetterà parimenti di rispondere all'altro obiettivo che si vuole raggiungere: non solo individuare le cause sottostanti tale fenomeno, ma anche studiarne l'evoluzione nel tempo così da comprendere se il processo riformista cinese, faticosamente attuato a partire dagli anni '80, si stia muovendo nella direzione auspicabile, ossia quella di una progressiva riduzione dell'*Underpricing*.

A tal scopo si è proceduto con la stesura rispettivamente del terzo e successivamente del quarto capitolo: in particolare nel primo tra i due si fornirà un'approfondita panoramica delle teorie di stampo occidentale alle quali è ormai da anni ricondotto il fenomeno di IPO *Underpricing* di matrice americana-europea. In tal senso si vedrà entro che limiti le

stesse siano applicabili alla Cina, imbattendosi tuttavia anche in rilevazioni contrastanti ed in casi di totale stravolgimento. Successivamente si procederà, laddove le stesse si siano dimostrate inapplicabili o inconcludenti, a presentare altre spiegazioni al fenomeno, possibilmente più esaustive, attingendo alle cosiddette “teorie alternative”, perché per l'appunto sino-centriche. Questa seconda parte sarà poi estremamente funzionale al quarto capitolo, di chiusura, nel quale si cercherà di trarre le conclusioni dell'intero elaborato. Nello specifico in questa parte si procederà analizzando un proprio campione di dati al fine non solo di studiarne i risultati ottenuti alla luce delle teorie elencate nel III capitolo, se vi sia cioè corrispondenza oppure le variabili precedentemente impiegate risultino non più idonee a spiegare l'IPO *Underpricing*, ma anche allo scopo di comprendere se il processo di riforme attuato sia quello corretto. In tal senso già le “teorie alternative” precedentemente illustrate nel III capitolo forniranno una prima risposta a tale quesito: lo studio personalmente condotto invece, caratterizzandosi tra l'altro anche per un *time sample* più recente rispetto alle indagini passate (2009-2012) permetterà di suggellare - o meno - quanto fino ad allora rinvenuto nelle altre indagini, ponendosi come ulteriore tassello a completare il già ampio mosaico di studi esistenti sull'argomento.

Capitolo I

La Quotazione: una panoramica del fenomeno

1.1. DEFINIZIONE, VANTAGGI E SVANTAGGI

1.1.1. Introduzione

Decidere di quotarsi rappresenta una scelta strategica di notevole portata per il futuro di un'impresa. Si tratta di una decisione che andrà a modificare l'impianto fondante della stessa sotto molteplici punti di vista e che si potrà concretizzare tanto in una operazione di notevole successo, quanto in una possibile distruzione di valore, se condotta erroneamente [Borsa Italiana S.p.A. (2001)].

Al di là della considerazione in base alla quale la quotazione si palesa ovviamente quale nuovo canale di finanziamento, essa è questo e molto altro allo stesso tempo: con il *Going Public Process* si vanno a modificare gli equilibri della precedente struttura manageriale, nonché dell'assetto proprietario, ed al tempo stesso tutta la rete di rapporti precedentemente intessuti con fornitori, clienti, dipendenti e, più genericamente, con la categoria degli *stakeholders* coinvolti nell'impresa, subiranno degli sconvolgimenti sequenziali alla decisione di quotarsi.

Obiettivo dell'intero scritto sarà non solo fornire una panoramica generale del processo di quotazione, attraverso la descrizione degli attori coinvolti e delle fasi che lo costituiscono, ma sviscerare contestualmente le cause sottostanti un particolare fenomeno che lo caratterizza - pressoché perennemente - e che tuttora si presenta quale irrisolta anomalia del mercato: l'*Underpricing*.

Si tratta di un termine tecnico utilizzato per indicare la differenza positiva¹, che si registra tra il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione del titolo ed il prezzo

¹ Può anche capitare di imbattersi, ma molto più raramente, in processi di quotazione per i quali non si registra una differenza positiva, bensì l'esatto contrario: in tal caso non si parlerà di *Underpricing*, ma di *Overpricing*. Come si evince dal nome stesso si tratta di una situazione in base alla quale il prezzo di primo collocamento del titolo presso gli investitori (*offering price*) è superiore allo prezzo che si forma

a cui lo stesso è stato invece offerto in prima istanza agli investitori nel mercato primario²: sostanzialmente si è constatato che gli strumenti finanziari oggetto di prima immissione sono, come dimostrato dai dati empirici in materia, sotto-prezzati, e spesso anche considerevolmente, se si paragona il valore a cui vengono successivamente negoziati nei mercati regolamentati.

Ovviamente la magnitudine dell'*Underpricing*, e quindi i conseguenti danni monetari, più o meno volontari a cui l'impresa emittente si obbliga³, dipendono molto dalla portata e dalla grandezza dell'emissione: se l'impresa decide di quotare il 100% del suo *equity*, essa dovrà sostenere la totalità dei danni derivanti dall'*Underpricing*; diversamente, solo per la parte effettivamente immessa nel mercato⁴ [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

nel mercato secondario una volta che lo strumento viene ammesso alla negoziazione nelle Borse Valori: detta in altri termini dalla differenza tra i due si ottiene un rendimento negativo del titolo, a svantaggio degli investitori che avevano optato per mantenere la proprietà sullo stesso anche una volta avviate le negoziazioni nei listini ufficiali.

² Si tratta di una definizione estremamente radicata nella letteratura quella di considerare la differenza tra il prezzo di collocamento dei titoli (*offering price*) e la quotazione registrata nel periodo successivo all'offerta (quindi in chiusura al primo giorno di contrattazioni, il cosiddetto *closing price*) al netto delle variazioni del relativo indice di Borsa. Tuttavia va precisato che il fenomeno dell'*Underpricing*, se sussiste, si manifesta già dai primissimi istanti successivi alle negoziazioni nel mercato ufficiale. In tal senso si parla di *offer-to-opening return* per indicare la differenza tra il prezzo all'apertura delle contrattazioni borsistiche, appunto indicato con l'espressione *opening price*, e quello registrato in sede di IPO (*offering price*). Per ulteriori approfondimenti si veda Barry, B.C., Jennings, R.H., 1993. The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stocks. *Financial Management*, 22 (1), 54-63. Per comprendere invece i motivi che portano il prezzo di negoziazione a discostarsi così tanto dall'IPO *price*, ragione per la quale si assiste all'*Underpricing*, si veda il lavoro di Aggarwal, R., Conroy, P., 2000. Price Discovery in Initial Public Offerings and the Role of Lead Underwriter. *Journal of Finance*, 55 (6), 2903-2922.

³Per capire appieno questa affermazione si prosegua con la lettura di questo e del III capitolo, nel quale verranno illustrate le diverse teorie sottostanti il fenomeno di *Underpricing*. Va da sé che tale fenomeno ha notevole impatti sia di natura economico-finanziaria, che geo-politica. Oltre a rilevare che questa anomalia viene presentata da alcuni autori [Benveniste&Spindt (1989), Chambers (2005)] quale, nell'ordine, una manifestazione della natura imperfetta del mercato o, addirittura, una prova del fallimento dello stesso, è indubbio che la stessa agisca quale freno per le ipotetiche imprese emittenti, soprattutto per le più "deboli", che temono di perderci eccessivamente. In questo senso anche Loughran&Ritter (1995) rincararono la dose sostenendo - nei loro studi - che si trattava di una manifestazione di inefficienza del mercato.

⁴ In tal senso Jenkinson&Ljungqvist (2001) riportano un esempio molto chiaro: si supponga di avere un'impresa che decide di vendere azioni al pubblico di investitori per un ammontare pari al 20% del totale del suo *equity*, il restante 80% rimane pertanto intoccato dal processo di *Going Public*. In questo caso, qualora i titoli registrassero un *Underpricing* del 10% rispetto al valore di mercato, questo implicherebbe che i soldi effettivamente persi dall'emittente sono solo il 2% (il 10% del 20%). Diversamente, se tutto l'*equity* fosse coinvolto nel processo di quotazione, e non solo una sua porzione, allora la perdita sarebbe supportata per l'intero valore, vale a dire per l'intero 10% registrato. Alla luce di quanto detto risulta pertanto fondamentale comprendere quale sia l'effettivo ammontare di *equity* coinvolto nell'operazione di IPO, poiché da questo elemento si potrà

Obiettivo principale di questo elaborato è capire le ragioni sottostanti tale atipicità anche considerando che, secondo alcuni studi in materia, sembra siano gli stessi attori coinvolti nel processo, *in primis* l'emittente, a voler deliberatamente sottoprezzare i propri titoli⁵: da questa constatazione paradossale sorgono alcuni quesiti, primo fra tutti ci si interroga sul motivo per cui in un mercato perfetto ed efficiente, come si suppone essere quello in cui operano attualmente gli operatori⁶, le società dovrebbero essere propense a perdere parte dei loro ipotetici profitti o, come si è soliti indicare con l'espressione inglese "*to leave the money on the table*"⁷, emettendo deliberatamente azioni ben al di sotto del loro *fair value*.

Tuttavia va specificato che l'anomalia cui si fa qui riferimento e di cui si parlerà diffusamente nel resto dell'elaborato, appunto l'*Underpricing* o anche *Initial Positive Return*, non costituisce in realtà l'unico problema associato alla prima quotazione: sussistono a tal proposito altre due peculiarità che lasciano perplessi accademici e professionisti del settore.

conseguentemente dedurre l'effettiva portata dell'*Underpricing*. Le motivazioni che spingono un'impresa verso questo tipo di decisioni sono di varia natura e possono dipendere da particolari imposizioni dei mercati borsistici, da specifiche richieste in termini di liquidità del titolo ecc. Per ulteriori approfondimenti si veda Jenkinson&Ljungqvist (2001).

⁵ Sembrerebbe infatti, come confermato da alcuni studi [Allen&Faulhaber (1989), Grinblatt&Hwang (1989), Ibboston (1975), Welch (1989)] e relativi dati empirici, che l'*Underpricing* possa, entro certi limiti, considerarsi uno strumento a disposizione dell'emittente per segnalare ai soggetti esterni, e al mercato preso nella sua interezza, la sua solidità finanziaria. Altri autori [Hensler (1995), Hughes&Thakor (1992), Lowry&Shu (2002), Tinic (1988)] lo qualificano invece come "male" necessario che lo stesso emittente è disposto a sopportare per evitare successivi problemi giudiziari, quasi fosse una sorta di assicurazione contro le azioni legali. Per ulteriori chiarimenti si rimanda al III capitolo.

⁶ In particolare si fa riferimento ad un mercato informativamente efficiente nella forma semiforte [Fama (1970)] ossia in base al quale si dovrebbe assistere ad un adeguamento immediato, non appena le informazioni vengono rese pubbliche. In questo contesto non ci si aspetterebbe pertanto di imbattersi in un fenomeno come quello dell'*Underpricing*: alla luce di questa considerazione autori quali Shayne&Soderquist (1995) considerarono l'IPO *market* un esempio di inefficienza, proprio poiché si veniva a verificare la suddetta anomalia. Tuttavia va precisato che il mercato delle IPO non è inefficiente come è stato testé affermato: la registrazione di dati di *Underpricing* dipende principalmente dai metodi di *pricing* adottati nella fase preparatoria alla quotazione. Una volta che le negoziazioni prendono avvio secondo le modalità ufficiali, già dai primissimi istanti, il mercato reagisce tempestivamente – come da aspettative – portando alla formazione del prezzo di equilibrio.

⁷ Per la precisione ci si può anche imbattere nell'espressione inglese "*The money left on the table*": tuttavia sia che si tratti dell'una o dell'altra locuzione il principio di base non cambia. In entrambi i casi ai fini di calcolare tale somma si dovrà procedere moltiplicando il numero di azioni offerte in sede di quotazione per il guadagno in conto capitale risultante dal primo giorno di contrattazione; più nello specifico quest'ultimo viene calcolato come differenza tra l'*offering price* ed il *closing price* al primo giorno di negoziazioni ufficiali [Ritter (2003)], anche se sulla modalità di calcolo effettivamente implementate si sono succedute, nel corso degli anni, alcune modifiche che verranno trattate diffusamente nel IV capitolo.

Dalla raccolta di dati circa le IPO su scala mondiale è emerso come sussista una certa ciclicità sia in termini di grandezza delle offerte (*offering size*) sia in termini di *extra*-rendimenti iniziali registrati (portata dell'*Underpricing*) [Fabrizio&Samà (2001)].

Si assiste pertanto a periodi durante i quali non solo si verificano un maggior numero di IPO, ma queste sono anche caratterizzate da un livello di *Underpricing* superiore se confrontato con i valori medi [Ibbotson&Jaffe (1975)]. Si tratta del fenomeno comunemente indicato con il termine di *Hot-Cold Issues Market*⁸: l'utilizzo dell'uno o dell'altro aggettivo dipende ovviamente se si assiste a momenti di *boom* o di relativa calma con riferimento alle IPO sia in termini quantitativi che di *Underpricing*⁹. In realtà nella prassi questi termini possono essere utilizzati anche per indicare IPO di maggiore o minor successo.

Per quel che concerne invece l'altra anomalia, essa si riferisce all'andamento di lungo periodo dei titoli neo quotati, il cui rendimento in un orizzonte temporale prolungato tende, come emerge dagli studi in materia¹⁰, a sotto-performare quello del relativo indice di mercato, ossia si dimostra peggiore se confrontato con l'andamento medio del mercato: questo fenomeno è conosciuto con il termine di *long-run underperformance* ed è suffragato da una molteplicità di dati empirici, anche condotti in mercati diversi, fatto pertanto che testimonia la portata globale di tale singolarità.

Vi sono stati studi che hanno testimoniato casi di *underperformance* anche dopo 3-5 anni dalla data di prima immissione nel mercato.

⁸ In tal senso le notevoli fluttuazioni nei volumi delle IPO, registrate anche – ma non solo – negli studi condotti da Loughran&Ritter (1995) e Ritter (2003) hanno confermato l'idea in base alla quale, dietro alla scelta di quotarsi vi siano motivazioni legate perlopiù al *market timing* e meno al *life-cycle* dell'azienda quotanda, idea quest'ultima sostenuta invece da Chemmaur&Fulghieri (1999). Per ulteriori approfondimenti si veda Ritter (2003). Allo stesso modo anche Derrien&Womack (2003) confermano quanto suddetto sostenendo che le IPO sono soggette ad andamenti ciclici di tipo "*boom or bust*": in particolare nei cosiddetti periodi *Hot* si assisterebbe a situazioni nelle quali tutti gli emittenti sono desiderosi di "*get through to the window at the same time*", d'altro canto l'esatto contrario si verifica in situazioni di *cold market*, quando la situazione congiunturale dei mercati è tale da rendere difficoltosa l'allocatione di una qualsiasi azione anche se ad un prezzo favorevolissimo [Derrien&Womack (2003)].

⁹ In tal senso è stato infatti confermato da numerosi studi empirici non solo la ciclicità cui sono soggette le IPO [Ibbotson *et al.* (1994)], ma al contempo che durante situazioni di *Hot markets* si registrano livelli di *Underpricing* davvero ragguardevoli, con una conseguente perdita rilevante - in termini monetari - per l'impresa emittente. Spesso può capitare di imbattersi in dati percentuali a due o addirittura tre cifre [Derrien&Womack (2003)], contrariamente alle situazioni *cold* nelle quali perlomeno la portata dell'*Underpricing* è maggiormente sotto controllo.

¹⁰ Per ulteriori approfondimenti si veda Ritter&Welch (2002), Jenkinson&Ljungqvist (2001), Fabrizio&Samà (2001).

Il problema è che si tratta di un fenomeno sul quale è più difficile indagare rispetto all'*Underpricing*: mentre quest'ultimo è di immediata individuazione, l'*underperformance* richiede un'attenzione costante nel tempo per essere rilevata.

Quello che preme sottolineare è che entrambe queste anomalie palesano delle chiare opportunità di arbitraggio le quali, secondo la teoria economica, paradossalmente non dovrebbero sussistere.

Si supponga infatti che un investitore abbia la fortuna di acquistare le azioni già in sede di prima emissione, ossia pagando l'*offering price* e non il prezzo successivamente stabilito dal mercato secondario, normalmente più elevato: questo soggetto non solo godrebbe dei vantaggi derivanti dall'*Underpricing* ma, liquidando pressochè immediatamente la sua posizione, non dovrebbe neppure subire le conseguenze negative di una *long-run underperformance*. Questa pratica di rivendita - sostanzialmente istantanea - normalmente conosciuta con il termine di *staggering* (contesto anglosassone) o di *flipping* (contesto americano), palesa un'evidente opportunità di profitto.

In realtà, se seguito alla perfezione, questo meccanismo dovrebbe condurre per l'appunto ad una graduale eliminazione del fenomeno di *long-run underperformance*: tuttavia, come suffragato dalla realtà dei fatti, quest'ultimo permane. Tale atipicità potrebbe trovare una spiegazione ammettendo la possibilità che gli investitori si comportino effettivamente in maniera irrazionale, o, parimenti, accettando l'idea che sussiste un'eterogeneità nella loro composizione, tale per cui alcuni prediligono mantenere il possesso di un titolo per un periodo più prolungato di tempo, pur consapevoli di poter incorrere in una graduale perdita di valore dello stesso.

1.1.2. Definizione del fenomeno di quotazione

In questa capitolo, pur nella consapevolezza che ogni nazione presenta dei caratteri precipui in termini di quotazione, e che sussistono delle specificità normative - e non solo - sottostanti al fenomeno [Lombardo (2011)], si vuole adottare un impianto più generalista, fornendo una *Overview* su tale argomento.

La possibilità di tracciare questo quadro di insieme è anche favorita dal fatto che, entro certi limiti, si assiste ad una standardizzazione del fenomeno sulla base del modello statunitense, il quale ha storicamente detenuto il ruolo di apri pista¹¹.

Come si evince dal nome stesso per *Initial Public Offering* (d'ora in avanti si userà la sigla IPO) ci si riferisce all'offerta, finalizzata a raccogliere capitale sull'*equity market*, effettuata da un'impresa che si quota per la prima volta in assoluto nei mercati regolamentati¹² [Fabrizio&Samà (2001)].

Questa emissione, definita a ragione offerta primaria, non va confusa con la cosiddetta offerta secondaria, spesso indicata con l'espressione inglese *Seasoned Equity Offering* (SEO) o alternativamente, *Seasoned Public Offering* (per conformità alla terminologia utilizzata nei diversi studi a ciò dedicati nel proseguo dell'intero elaborato verrà utilizzata la sigla SEO).

Quest'ultima si concretizza in emissioni successive da parte di un'impresa già quotata, per la quale pertanto esiste una storia pregressa sia in termini di volume delle negoziazioni che in termini di fluttuazione del prezzo¹³.

Per essere più precisi le IPO che prendono luogo nei diversi mercati possono classificarsi quali Offerte Pubbliche di Sottoscrizione (OPS) o Offerte Pubbliche di Vendita (OPV) e, in casi più estremi, in offerte ibride (OPVS): con riferimento alla

¹¹ La maggior parte degli studi che hanno trattato il fenomeno della quotazione e del relativo *Underpricing*, soprattutto dai primi anni 70 fino alla fine degli anni 90 circa, si sono dimostrati US-centrici. In tal senso si vedano, tra gli altri, Ljungqvist, A., Jenkinson, T., Wilhelm, W. Jr., 2003. Global integration in primary equity markets: the role of U.S. banks and U.S. investors. *Review of Financial Studies*, 16, 63–99. Va tuttavia precisato che proprio a causa di questo eccessivo *focus* sul continente americano molte delle teorie esplicative il fenomeno dell'*Underpricing* non sono applicabili al contesto globale, poiché mancano di un'ottica d'analisi internazionale. L'impianto istituzionale e regolamentare US si differenzia particolarmente da altre realtà, soprattutto del continente asiatico, e questo ha comportato l'impossibilità di esportare tali teorie ad altri contesti, dove infatti le stesse sono state sistematicamente demolite dall'analisi empirica. In tal senso oltre alla presentazione, nel III capitolo, di tutte le teorie classiche in materia di *Underpricing*, individuate sulla base delle IPO statunitensi, è scopo di tale elaborato volgere uno sguardo anche al contesto asiatico per capire se, e fino a che punto, le stesse possano trovare applicazione.

¹² In tal senso è opportuno distinguere tra il cosiddetto concetto di mercato primario che si concretizza nella vendita e quotazione di strumenti finanziari per la prima volta su di un mercato regolamentato, e il mercato invece secondario. Quest'ultimo, sempre ovviamente regolamentato, funge da piattaforma per la successiva negoziazione degli strumenti finanziari precedentemente quotati. In realtà i successivi 30-45 giorni dalla prima emissione sono indicati nella prassi con il nome di *aftermarket*, successivamente a tale intervallo temporale si parla di mercato secondario vero e proprio. Per approfondimenti sull'argomento e sul concetto di *aftermarket* si veda Lombardo (2011).

¹³ Per approfondimenti si veda Lombardo (2011). Va detto che le SEO sono meno oggetto di studio rispetto alle IPO anche alla luce del fatto che l'emittente è già quotato e questo elemento riduce le problematiche insite: il mercato può infatti esercitare efficacemente il suo ruolo di rivelatore del vero valore aziendale. Sull'argomento si vedano anche Gilson&Kraakman (1984) e Chemmaur *et al.* (2009).

prima modalità essa si palesa nell'emissione nel mercato primario di nuovi titoli, sui quali i vecchi azionisti hanno rinunciato, totalmente o parzialmente, all'esercizio del diritto di opzione. In altre parole si assiste ad un vero e proprio aumento del capitale sociale, per cui i guadagni ottenuti da tale vendita saranno totalmente ad appannaggio dell'impresa emittente.

La seconda procedura prevede invece che siano gli azionisti esistenti a vendere le proprie azioni utilizzando come piattaforma di negoziazione sempre il mercato primario: in questo modo tutti i proventi derivanti dalla cessione saranno completamente di proprietà degli, ormai, *ex* azionisti (in realtà l'appellativo *ex* ha ragione di sussistere solo qualora l'azionista abbia completamente liquidato la sua proprietà azionaria, fatto di per sé non automatico). In questo secondo caso non si assisterà ad alcun aumento del capitale sociale, non essendosi manifestato alcun accrescimento quantitativo della base azionaria, ma solo uno *switch* nell'identità degli azionisti¹⁴.

Infine la forma mista si concretizza in una procedura sia di vendita di azioni di proprietà dei vecchi soci, quanto in una collocazione di titoli di nuova emissione.

In altri termini, come definito dallo stesso Lombardo (2011): "L'offerta pubblica iniziale rappresenta la procedura tramite la quale le azioni vengono quotate sul mercato regolamentato primario al fine della loro negoziazione sul mercato regolamentato secondario."

Va precisato che, nonostante in questa sede l'attenzione ricada in particolar modo sul fenomeno della quotazione, esistono tuttavia strade alternative di finanziamento da considerare.

A tal proposito si apre un filone letterario estremamente rigoglioso, che si prefigge di spiegare la natura delle fonti di reperimento di capitale disponibili per un'azienda ancora prima di considerare l'eventualità di una quotazione: nella celeberrima "*Pecking Order Theory*", anche conosciuta con l'appellativo italiano di "Teoria dell'ordine di scelta",

¹⁴ A titolo informativo, imbattendosi nella letteratura a ciò dedicata, sia essa di stampo US che anglosassone, si tende ad indicare con il termine di *Primary Offering* le cosiddette OPS, mentre con il termine *Secondary Offering* la modalità di vendita di titoli già esistenti, appunto le OPV.

Myers e Majluf (1984) parlano di un ordine gerarchico in base al quale la scelta di finanziarsi tramite l'emissione di *equity* dovrebbe collocarsi alla base della piramide, qualificandosi quale scelta di ultima istanza: *in primis* infatti ogni impresa dovrebbe prediligere l'autofinanziamento, ossia l'utilizzo dei propri fondi o di quelli apportati dai suoi stessi soci; successivamente, qualora questi risultassero insufficienti, fare ricorso all'indebitamento, sia esso di natura bancaria o di matrice obbligazionaria. Come si evince pertanto il reperimento di capitale attraverso l'emissione azionaria si pone in ultima posizione, qualora le due precedenti alternative si siano dimostrate insoddisfacenti o impossibili da attuare¹⁵.

Secondo Ibbotson e Ritter (1995) invece, la quotazione nei mercati borsistici costituisce una tappa fondamentale nel ciclo di vita di un'impresa qualora, per ragioni legate allo sviluppo e alle maggior dimensioni raggiunte dalla stessa, l'immissione nel mercato dei capitali si palesa quale via necessaria per rispondere ai sopravvenuti bisogni finanziari.

1.1.3. Analisi dei *pro* e *contro* del processo di quotazione

Da quanto finora detto emerge che quotarsi rappresenta una possibile strada e non l'unica via percorribile da un'impresa alla ricerca di fondi: nell'intraprendere questa scelta strategica e delicata è opportuno che la stessa valuti tutti i *pro* ed i *contro* del processo di *listing*, giungendo ad una decisione oculata.

Moltissimi autori¹⁶ hanno dedicato interi studi volti ad indagare le cause che spingono un'impresa a quotarsi ed i vantaggi impliciti in questa scelta possono essere sintetizzati secondo il seguente schema¹⁷:

¹⁵ Per approfondimenti di vedano Myers, S.C., 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3), 575-592 e Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.

In particolare nel secondo dei due *papers* si fa esplicito riferimento al problema di asimmetria informativa, nella fattispecie qualora ad essere più informati circa il reale valore dell'impresa siano i suoi stessi *manager*. Dallo studio suddetto emerge che questi ultimi sono ovviamente portati ad offrire azioni al pubblico solo quando queste sono sopravvalutate, diversamente essi si starebbero imbattendo in un progetto a VAN negativo, arrecando danni all'intera impresa.

¹⁶ Per un'indagine ancora più dettagliata sulle motivazioni si veda Chemmanur&Fulghieri (1999), Pagano *et al.* (1998), Ritter (1987) e Ritter&Welch (2002).

¹⁷ Borsa Italiana, 2001. Guida alla Quotazione. Disponibile su <www.borsaitaliana.it>. Ultimo accesso [11 luglio 2012]. London Stock Exchange, 2002. A Practical Guide to Listing. Disponibile su <www.londonstockexchange.com>. Ultimo accesso [10 ottobre 2012].

- Reperimento di nuovo capitale: etichettata da sempre come una delle motivazioni principali che spingono un'azienda a quotarsi è proprio la possibilità di reperire, spesso anche in tempi molto brevi, una notevole quantità di capitale di rischio¹⁸. Questo, anche considerata la velocità di reperimento, può palesarsi quale canale strategico per finanziare nell'immediato progetti di crescita sia interni che esterni all'azienda, così come per alimentare il capitale circolante netto o il capitale fisso, a seconda delle precise esigenze dell'impresa. In tale maniera l'azienda potrà rafforzare la propria struttura finanziaria, consentendole di divenire più solida ed articolata. Parimenti potrà, almeno parzialmente, diversificare le proprie fonti di capitale ed al contempo ridurre la dipendenza dal costoso finanziamento bancario. Va precisato che il processo di *Floatation* apre la strada ad una possibilità di reperimento continuativo di capitale, non solo quindi relegato alla fase iniziale: un'impresa in difficoltà potrà infatti rivolgersi al mercato dei capitali anche successivamente, attraverso le SEO, o emissioni "secondarie", di cui si è già parlato precedentemente;
- Rafforzamento dell'immagine aziendale: nello *status* di impresa quotata la stessa deve soggiacere ad una molteplicità di obblighi anche al fine di tutelare l'investitore finale, spesso soggetto debole in questo scenario multi-attore. Viene richiesta una maggiore trasparenza rispetto alle controparti non quotate, un certo grado di *Disclosure*¹⁹, più chiarezza nelle esposizioni delle strategie aziendali e dei piani di finanziamento. E' previsto inoltre l'obbligo di rendere pubblici alcuni documenti societari, così come di far periodicamente revisionare i propri bilanci da enti a ciò preposti²⁰. Il tutto permette all'impresa *in primis* di creare

¹⁸ Inoltre, trattandosi per l'appunto di capitale di rischio e non di debito, come invece si avrebbe nel caso di emissioni obbligazionarie, l'impresa ha limitate obbligazioni (in senso giuridico) nei confronti dei suoi stessi finanziatori. Al contrario dei titoli obbligazionari infatti le azioni costituiscono uno strumento finanziario a reddito variabile ed il titolare, che diventa proprietario di una quota del capitale sociale dell'azienda, si obbliga volontariamente a partecipare tanto agli utili quanto alle perdite dell'impresa. L'eventuale remunerazione da questi percepita, nella forma di dividendo, deve essere preventivamente proposta dal Consiglio di Amministrazione e la sua emissione deve trovare successiva conferma presso l'Assemblea degli Azionisti. Questo *iter* di approvazione, non propriamente immediato, non lo configura pertanto quale guadagno certo, contrariamente alle cedole obbligazionarie.

¹⁹ In questa sede ci si riferisce all'obbligo, imposto ai soggetti intenzionati a fare il loro ingresso nel mercato regolamentato, di divulgare alcune informazioni rilevanti sul proprio profilo aziendale. Viene ritenuta un'arma importante per evitare possibili distorsioni nel mercato, perlopiù in termini di manipolazione del prezzo o di mancata efficienza in sede di negoziazione.

²⁰ Ovviamente adottando in questa sede un punto di vista generalista non è possibile fare riferimenti troppo specifici in termini di requisiti di *listing* e di autorità di vigilanza: ogni mercato nel quale ci si

presso il pubblico una consapevolezza della sua esistenza, nonché del suo prodotto. In secondo luogo con la quotazione essa dà un'immagine più chiara e rassicurante di sé, aumentando così il suo prestigio nonché il suo *standing* creditizio in termini di minor costo del finanziamento bancario. Questo può avere conseguenze positive in termini di maggior interessamento da parte degli investitori i quali, facendo richiesta per ottenere la proprietà di quei titoli, assicurano a quest'ultimi maggior liquidità;

- Miglior scenario per gli azionisti esistenti: si fa qui riferimento ad una maggiore redditività del capitale investito ed a guadagni maggiorati per gli investitori. Questo aspetto può qualificarsi quale una conseguenza del tortuoso e delicato processo di *listing*. Come già accennato infatti per poter accedere ai mercati regolamentati un'impresa deve rispettare determinati requisiti, nonché dotarsi di schemi di gestione aziendale e di programmazione e controllo più efficienti: deve cioè rafforzare la propria struttura in vista del suo ingresso nella Borsa Valori. Procedendo in questo senso una maggiore efficienza nel suo impianto di funzionamento può giovare indirettamente anche i suoi stessi investitori, nonché generare un vantaggio competitivo;
- Creazione di una *exit route*: tramite la quotazione le azioni, che fino ad allora erano strumenti finanziari non negoziabili in mercati regolamentati, divengono non solo ipotetici oggetti di transazioni, permettendo così ai titolari delle stesse di liquidare il proprio investimento quando lo ritengano opportuno, ma possono addirittura fungere da moneta. Il prezzo delle stesse infatti, decretato dopo un processo che ha coinvolto una moltitudine di soggetti, conferisce liquidità alle azioni che ora hanno un preciso valore di mercato. In particolare quest'ultimo aspetto si traduce nella possibilità, data all'impresa neo quotata, di acquisire altre imprese, o comunque di condurre operazioni di varia natura, utilizzando una fonte alternativa al denaro nel pagamento della transazione: le azioni per l'appunto;
- Richiamo di *manager* più qualificati: come già affermato il passaggio da

intende quotare presenta delle peculiarità in tal senso. Ad esempio uno dei vantaggi impliciti dalla quotazione nel mercato italiano è di natura fiscale: esso si concretizza in un sistema definito *Super Dual Income Tax* e consiste in un abbattimento temporaneo dell'aliquota fiscale (solo per i primi tre periodi successivi alla prima quotazione). Tuttavia un'indagine così approfondita esula da questo lavoro, anche poiché non funzionale all'obiettivo di *IPO Review* che si vuole qui fornire.

un'impresa non quotata ad una quotata ne aumenta il prestigio e ne rafforza l'immagine. Ovviamente questo può essere un fattore scatenante per attrarre professionisti qualificati, desiderosi di raggiungere una maggiore visibilità attraverso un ruolo di spicco nell'impresa neo quotata. Parallelamente, il fatto stesso di essere quotati permette all'impresa di premiare i *manager* più meritevoli attraverso piani di *stock option*, vincolando così gli stessi agli andamenti aziendali di lungo termine ed allineando interessi a volte contrastanti tra proprietà e controllo;

- Rassicurazione per fornitori e clienti: qualora un'impresa riesca ad ottenere la nulla osta per quotarsi nel mercato questo elemento migliora automaticamente la percezione che i soggetti esterni hanno circa la sua forza e la sua solidità finanziaria. In particolare i molteplici *steps* che devono obbligatoriamente essere superati per ottenere l'accesso al mercato dei capitali, quali - tra gli altri - il delicato processo di *Due Diligence*²¹ e l'approvazione ufficiale da parte dell'organo competente, rassicurano clienti e fornitori circa la sua solidità aziendale e la correttezza dei dati divulgati.

Parimenti ai vantaggi che questa scelta strategica comporta esistono tuttavia alcuni fattori negativi che devono essere accuratamente vagliati prima di intraprendere questo delicato processo. Di seguito vengono riportati i *contro* più rilevanti:

- Influenza del mercato: l'impresa neo quotata diventa soggetto altamente influenzabile dagli andamenti del mercato. Può infatti verificarsi che, nonostante essa sia gestita nella maniera più efficiente, fattori al di fuori del suo controllo ne vadano a minare il benessere. Ad esempio attività speculative o fluttuazione dovute ad un andamento congiunturale del mercato azionario possono ingiustificatamente portare ad un abbassamento nel prezzo delle azioni o ad una ridotta liquidità delle stesse. L'impresa diventa sostanzialmente molto più dipendente da avvenimenti esogeni, che colpiscono il mercato e conseguentemente anche tutti i suoi membri. In questo senso il prezzo, che dovrebbe essere una rappresentazione oggettiva del valore dell'azienda poiché

²¹ Se ne parlerà più diffusamente nel proseguo del presente capitolo, quando si tratterà dei soggetti coinvolti nel processo di *listing*, nonché delle fasi che lo costituiscono.

decretato dal mercato, potrebbe in realtà assumere valori che non rispecchiano le reali qualità dell'impresa [Borsa Italiana S.p.A. (2001)];

- Perdita di controllo: è implicito che, qualora un'impresa decida di usufruire dell'emissione azionaria presso il pubblico di investitori quale canale di reperimento del capitale, a questa azione soggiace una sequenziale perdita di controllo e una diluizione della proprietà. Quello che si manifesta è una naturale ridefinizione dell'assetto proprietario, in particolare con una riformulazione della figura degli azionisti di maggioranza che, a seguito della quotazione, potrebbero aver perso il loro ruolo di *blockholders*. In tal senso si assiste spesso a situazioni nelle quali, spinti dalla necessità di accontentare le richieste dei nuovi azionisti subentrati, i *manager* prendono decisioni più proiettate al raggiungimento di *performance* rilevanti nel breve termine, che tuttavia si dimostrano fallimentari se analizzate in un orizzonte temporale più lungo. Inoltre questa maggiore frammentazione della proprietà può costituire un ostacolo alla normale e fluente gestione aziendale: a titolo esemplificativo per intraprendere attività quali l'acquisizione di un'altra impresa diventa ora necessario ottenere prioritariamente l'approvazione da parte dei differenti azionisti. Allo stesso tempo un azionariato troppo diffuso e privo di forza decisionale può facilitare la venuta di *hostile takeover* [London Stock Exchange (2002)];
- Divulgazione di informazioni strategiche: come si è già accennato un'azienda che intenda quotarsi deve obbligatoriamente rendere note alcune informazioni che, finché gestita privatamente, non dovevano essere divulgate. Questa *Disclosure* e perdita di *privacy* in realtà si verifica non solo in sede di prima immissione nel mercato, ma anche continuativamente, quale requisito essenziale per mantenere lo *status* di "quotata". In tal senso l'impresa non solo soffre per aver reso pubbliche informazioni importanti e spesso strategiche, che la rendono più vulnerabile, ma anche per un altro aspetto. Al fine di ottemperare a questo obbligo infatti, essa si dovrà dotare di costosi sistemi di gestione delle informazioni e di controllo della *compliance* (conformità alla normativa), sottraendo ingenti risorse che potevano essere impiegate in fase di investimento in maniera più profittevole [Borsa Italiana S.p.A. (2001), London Stock

Exchange (2002)] ;

- Sostentimento di costi: concretamente parlando il *Going Public Process* comporta notevoli costi che l'azienda è costretta a sostenere sia in fase di preparazione alla quotazione che successivamente. In particolare, con riferimento alla prima fattispecie si possono individuare due differenti categorie di costi: i diretti e quelli indiretti. Come si evince dal nome stesso per costi diretti si fa riferimento alle spese *standard* che devono essere sostenute dall'emittente, soprattutto per ricompensare la molteplicità di attori coinvolti nel lungo processo di quotazione: in questo senso ci si imbatte in *underwriting fees*²², commissioni di vendita, spese per la consulenza legale nonché per la revisione contabile, spese per il servizio di contabilità, costi di transazione ed in ultimo, ma non meno importante, il tempo impiegato dal *management* nell'assistere *step by step* l'intera procedura. Questo in particolare si qualifica come costo opportunità ed è molto più difficile da quantificare, se comparato con gli altri costi, prettamente monetari²³. Dall'altro versante si ritrovano invece

²² Si parlerà più diffusamente dei differenti soggetti coinvolti nel proseguo del presente capitolo, in particolare proprio della figura chiave dell'*underwriter* a cui deve essere corrisposto il relativo compenso. Con riferimento al contesto europeo, confrontato con quello americano, Ljungqvist *et al.* (2003), assieme a Torstila (2001-2003) individuarono non solo una discrepanza nell'ammontare imposto, rinvenendo livelli di tassazione inferiori nel vecchio Continente se confrontati con lo scenario US, ma altresì documentarono una maggiore taxa applicata qualora venisse usato il metodo del *bookbuilding* invece di altre modalità di allocazione concorrenziali. Per ulteriori chiarimenti in merito a quest'ultimo punto si veda il proseguo del capitolo. Parrebbe inoltre, sempre suffragato da studi empirici, che la presenza di figure US in fase di quotazione, sia nella veste di *underwriter* che nel coinvolgimento di investitori americani, comporti una maggiorazione dei costi per l'emittente [Ljungqvist *et al.* (2003)].

²³ Va specificato che la maggior parte dei costi diretti, ad esempio i costi derivanti dalla consulenza legale, dall'attività di *auditor* o di *marketing*, sono costi fissi ed, in quanto tali, godono di ragguardevoli economie di scala. Ciò nonostante, sempre fra i costi diretti sopportati dall'emittente, esistono particolari categorie, come l'*underwriting fee* o le commissioni di vendita, il cui ammontare varia sensibilmente anche alla luce della dimensione dell'emissione. Normalmente esse si muovono secondo un rapporto inversamente proporzionale: tanto maggiore è la portata dell'emissione tanto più l'emittente sarà ad esempio in grado di spuntare un prezzo più basso per l'operato dell'*underwriter*. Va inoltre precisato che, in sede di quantificazione dei costi, oltre alla dimensione dell'emissione, vi sono altri fattori che possono influenzare la magnitudine degli stessi: ad esempio è risaputo che alcune tecniche di emissione (in particolare il *bookbuilding*) sono più costose di altre (*fixed price method*) e quindi gravano ulteriormente sull'aspetto monetario della questione. Per le differenti modalità di *pricing* e *allocation* si veda il paragrafo successivo, dove verranno spiegate nel dettaglio. Borsa Italiana S.p.A., nella sua Guida alla Valutazione (2004) disponibile *online*, fornisce un accurato prospetto indicativo dei costi che un'impresa emittente è tenuta a sostenere in fase di quotazione: tra i più rilevanti spiccano le spese derivanti dal ruolo espletato dal consorzio, quantificabili in un ammontare percentuale dal 2 al 4 % del controvalore collocato, le spese legali (300.000 – 500.000 €), i costi da corrispondere alle società di revisione coinvolte nel processo (250.000 – 500.000 €) e le spese per l'organizzazione dei *Road Show* (50.000 – 100.000 €). Per quanto concerne quest'ultimo aspetto, ma anche per dettagli circa la figura del consorzio, si veda il proseguo del capitolo, nel quale verrà fornita una spiegazione più accurata.

i cosiddetti costi indiretti, più difficili da quantificare ma altrettanto pesanti²⁴;

- Cambiamenti radicali nell'assetto aziendale: ovviamente per soddisfare i requisiti di *listing* viene chiesto uno sforzo considerevole all'impresa in termini di riassetto sia organizzativo che operativo e manageriale [Borsa Italiana (2001)]. Questo in realtà non è detto che rappresenti uno svantaggio, ma, qualora l'imprenditore sia dell'opinione che tale cambiamento interno non abbia valore aggiunto, bensì costituisca solo un inutile dispiego di energie e risorse monetarie, in tal caso la riorganizzazione è da considerarsi un costo a tutti gli effetti;
- Dispiegamento di forze e di tempo: non solo nella sua fase iniziale ma anche nelle fasi successive il mantenimento dello *status* di azienda quotata implica un notevole dispiegamento di risorse, soprattutto in termini di tempo e forze che il *management* concentra in questa attività sottraendole alla gestione dell'azienda;
- Responsabilità per previsioni errate: lo *status* di *manager* di un'impresa quotata, oltre ai suddetti vantaggi in termini di maggior visibilità e prestigio, cui dovrebbe far seguito un adeguato trattamento retributivo, comporta anche delle notevoli responsabilità. In particolare ci si aspetta che i *forecast* da questi eseguiti in termini di risultati attesi trovino poi effettivo riscontro: al contrario un eventuale scostamento, soprattutto se peggiorativo, non farebbe altro che gravare sull'immagine dell'azienda, minacciandone - nei casi più estremi - anche la permanenza nel mercato.

1.2. PROCEDURA E PROTAGONISTI DEL PROCESSO DI QUOTAZIONE

²⁴ Il fenomeno dell'*Underpricing*, oggetto di analisi del seguente elaborato, rientra proprio tra i c.d. costi indiretti. Tuttavia Lombardo (2011) precisa che tale anomalia costituisce un costo indiretto solo ed esclusivamente se si ragiona in termini di mondo ideale, nel quale cioè non sussistono costi di transazione: diversamente, se si analizza la realtà, lo stesso *Underpricing* rientrerebbe proprio tra questi ultimi. Ad ogni modo, tornando alla considerazione iniziale per cui lo stesso viene considerato un costo indiretto, esso si palesa in una situazione paradossale sintetizzabile con l'espressione inglese già citata "*leave the money on the table*". L'emittente infatti, sottoprezzando - più o meno volutamente - le proprie azioni si ritrova ingabbiato in una situazione a lui altamente sfavorevole: ad esempio in assenza di *Underpricing* avrebbe potuto raccogliere lo stesso ammontare di fondi emettendo un numero inferiore di titoli, pertanto diluendo meno la proprietà degli azionisti originali [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. Per una panoramica con riferimento al contesto italiano si veda Borsa Italiana S.p.A., 2001. Guida alla Quotazione. In particolare il prospetto di pag. 13 che riporta dettagliatamente i costi da sostenere in fase di quotazione, suddividendoli per tipologia.

1.2.1. I differenti soggetti coinvolti

Un'IPO si sviluppa attraverso un processo multi fasico, in cui i differenti *steps* sono passaggi obbligati nella “catena del valore” che porta alla quotazione [Lombardo (2011)].

Oltre al rilevante numero di soggetti coinvolti, esso si qualifica come un processo *time-consuming* [Draho (2004)], poiché richiede una notevole preparazione, nonché un dispiegamento di forze e risorse encomiabile²⁵.

In tal senso l'impresa oggetto di ipotetica quotazione (che diverrà effettiva solo qualora la stessa sia conforme a tutta una serie di requisiti) subisce un cosiddetto processo di *professionalization*: si tratta di un passaggio obbligato la cui conduzione, più o meno efficiente, può portare al successo o al fallimento dell'azienda una volta quotata.

In particolare esso si concretizza in molteplici attività tra cui spiccano per rilevanza:

- i) un'opera, promossa dal *senior management*, di ristrutturazione dell'organizzazione aziendale affinché la stessa impresa sia più adatta a sopravvivere nei mercati borsistici;
- ii) l'implementazione di un sistema efficiente di controllo contabile per fornire costantemente agli investitori una documentazione cristallina e con cadenza regolare;
- iii) la creazione di un adeguato sistema di compensazione per i dipendenti, basato su uno schema di incentivi, così da allineare gli interessi personali agli obiettivi aziendali;
- iv) l'assunzione e sequenziale formazione di un gruppo di professionisti con precedenti esperienze nel settore del *Going Public*, non solo nella fase di quotazione, ma, ancora più importante, nella fase di successiva gestione dell'impresa [Draho (2004)].

²⁵ Per ulteriori approfondimenti sulla dinamica temporale che caratterizza un'IPO *standard* si faccia riferimento alla *timeline* presente in Draho, J., 2004. *The IPO Decision. Why and How companies go public*. Edward Elgar Publishing Limited, UK, pag. 183. In questo caso il modello di riferimento per dare delucidazioni sulla tempistica che interessa il processo di prima quotazione è quello statunitense che, come già detto, ha costituito un punto focale attorno al quale si sono sviluppati molti degli studi in materia.

In tal senso, data la complessità e la criticità strategica dell'operazione, è previsto che l'emittente gli strumenti finanziari (il termine emittente è adatto qualora si parli di OPS, nel caso di OPV sarebbe più corretto parlare di venditore) non operi da solo, bensì sia affiancato da un serie di figure rilevanti, conosciute con il termine generico di *advisors*: nella fattispecie i più importanti per assistenza e supporto sono l'*underwriter*, l'*auditor* ed il consulente legale²⁶ [Draho (2004)].

Un'efficiente selezione degli stessi incide sull'intera buona riuscita dell'operazione di prima immissione: se da un lato *auditor* e consulente legale forniscono all'azienda rispettivamente un servizio di verifica in merito alla veridicità e attendibilità delle informazioni societarie, così come di guida nel tortuoso *iter* legale, l'*underwriter*²⁷ riveste un ruolo chiave, il più rilevante, poiché dalla sua abilità di collocamento dei titoli dipenderà l'intero successo dell'IPO.

Con il termine di *underwriter* si suole normalmente indicare un istituto di credito, nella fattispecie una banca di investimento o più genericamente un consulente finanziario, avente il ruolo di dirigere la delicata fase di piazzamento degli strumenti finanziari oggetto di prima emissione tra i differenti investitori, siano essi istituzionali o *retail*.

²⁶ Va tuttavia fatto presente che affianco a questi soggetti principali trovano spazio figure minoritarie quali lo *sponsor* ed i *brokers*. Con riferimento ai primi si tratta di SIM o Banche che, oltre ad una funzione di supporto all'azienda durante l'*iter* di quotazione, svolgono anche un'attività di propaganda dell'operazione presso gli investitori coinvolti, siano essi istituzionali o *retail*. I *broker* svolgono invece la funzione *standard*, ossia di allocazione delle azioni presso gli acquirenti da loro individuati. Nel proseguo del paragrafo verrà fornita una più esauriente descrizione della figura dello *sponsor*. Tra l'altro qualora sussista identità tra quest'ultimo e l'*underwriter*, fatto più che possibile, questo potrebbe far scaturire un conflitto di interessi: l'*underwriter* potrebbe deliberatamente decidere di sottoprezzare il valore delle azioni cosicché il rischio di mancata sottoscrizione delle stesse venga pressoché annientato e l'operatore risulti estremamente abile nella sua mansione di "sponsorizzatore" [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. Va inoltre ricordato il ruolo dello *specialist* che, in determinate situazioni, può essere ricoperto sempre dallo stesso *sponsor*, a testimonianza della centralità di quest'ultimo in fase di quotazione [Borsa Italiana S.p.A. (2001)]. Si tratta in particolare di un intermediario finanziario tenuto ad assicurare perentoriamente la liquidità del titolo quotato: così facendo esso non solo garantisce un efficiente meccanismo di formazione dei prezzi, ma al contempo capta anche l'attenzione della platea di investitori, specialmente dei più esigenti quali gli istituzionali. Si tratta di una figura che, con riferimento al contesto finanziario domestico, deve necessariamente affiancare l'emittente che abbia chiesto l'ammissione a quotazione nel segmento STAR e nel Nuovo Mercato. Per ulteriori approfondimenti su questo tipo di classificazione interna dei mercati italiani si veda Borsa Italiana S.p.A. (2001): nello specifico per assolvere questa funzione è previsto che il soggetto in questione esponga in via continuativa proposte di acquisto e vendita nel rispetto di determinati obblighi di *spread*, di quantità e di ripristino delle quotazioni imposti dalle Istruzioni di Borsa Italiana.

²⁷ Si tratta di un'istituzione finanziaria, conosciuta nel gergo tecnico anche con l'appellativo di *lead manager* o *lead underwriter*. Nel proseguo dell'elaborato si potranno utilizzare tutti e tre i termini in maniera interscambiabile, prediligendo comunque la forma semplificata di "*underwriter*". Si potrà anche indicarlo con l'espressione *bookrunner*: la causa sottostante tale appellativo verrà spiegata nel proseguo del presente paragrafo.

Va detto che la sua presenza non è perentoriamente obbligatoria, ma vivamente consigliata: se infatti l'impresa quotanda non possedesse internamente le conoscenze appropriate per procedere nella quotazione, o non fosse affiancata da un *partner* finanziario qualificato in materia, diverrebbe necessario reperire dall'esterno il *know how*, ingaggiando appunto un soggetto a ciò preposto [Borsa Italiana S.p.A. (2001)].

L'intermediario individuato dall'emittente dovrà eccellere, fra le altre cose, in fase di collocamento: sarà infatti sulla base della buona riuscita della stessa che verrà poi calcolato il suo compenso, uno dei costi diretti derivanti dalla quotazione.

Esso è inoltre tenuto a predisporre un progetto che illustri la fattibilità dell'operazione, indicando, con il supporto dell'emittente che lo ha prescelto, la quantità e tipologia di azioni che verranno emesse.

In tal senso la scelta dell'*underwriter* si palesa di importanza strategica²⁸ ed è bene che la relazione tra quest'ultimo e l'*issuer* sia impostata in modo accorto e funzionale, quasi si trattasse non di un rapporto di dipendenza, bensì in un clima di cooperazione, fra *partner* [Draho (2004)].

Alla luce di quanto testè detto l'emittente è normalmente spinto a selezionare soggetti le cui doti ed abilità siano state già precedentemente testate attraverso IPO di successo e la cui reputazione sia rafforzata dall'appartenenza ad organizzazioni di prestigio internazionale²⁹.

In questo senso esistono classifiche che enfatizzano l'abilità delle differenti banche di investimento, nella veste di *lead underwriter*, considerando l'abilità delle stesse in

²⁸ A seconda della tipologia di IPO, il cui grado di complessità può aumentare se la stessa è in realtà costituita da più offerte che si distinguono sulla base della sede di negoziazione o del destinatario finale, lo stesso *underwriter* può assumere il ruolo di *global coordinator*. Sempre più spesso infatti le imprese che intendono quotarsi lo fanno non limitandosi al contesto finanziario nazionale, ma guardando ben oltre confine. Si prenda il recente caso Prada: azienda italiana fondata nel 1913, da sempre considerata porta bandiera del lusso e dello stile *made in Italy*. Nel 2011 questa azienda, colosso della moda, ha deciso di fare il suo ingresso nei mercati finanziari quotandosi non nel listino ufficiale nazionale, bensì presso la Borsa cinese di Hong Kong (codice: 1913.HK). Si palesa pertanto una situazione, non inusuale, in base alla quale l'impresa ha completamente scartato l'opportunità di quotarsi nel mercato borsistico nazionale, in tal caso la Borsa di Milano che, a partire dall'ottobre 2007 si è integrata con la *London Stock Exchange* (LSE) dando così vita al principale gruppo borsistico europeo, per privilegiare invece una quotazione esclusivamente oltre confine. Questo per ribadire ulteriormente come la scelta di un *underwriter* capace ed idoneo, anche in ambito internazionale, sia elemento essenziale per il successo dell'IPO.

²⁹ Per ulteriori approfondimenti sulle molte motivazioni che possono spingere un emittente a scegliere quello specifico *underwriter* piuttosto di altri candidati si veda Draho (2004), in particolare il paragrafo 9.2.2. "Selection Criteria".

termini di *deal flow*³⁰, vale a dire nel numero di IPO nelle quali hanno prestato servizio, sia in termini quantitativi che qualitativi: ad esempio tra i molti indicatori si può prestare attenzione alla quota di mercato acquisita, nonché al guadagno monetario derivante dall'operazione di prima quotazione.

In quest'ultimo senso si riporta di seguito una classifica dei *top 15 global lead underwriters*, per l'anno 2012 (1 gennaio – 11 settembre), sulla base dei guadagni derivanti dalla quotazione:

Underwriter Rankings: 1.1.2012-11.9.2012		
Rank	Underwriter	Proceeds (US\$ mil)
1	Morgan Stanley	20.098,20
2	Goldman Sachs	4.232,70
3	J.P. Morgan	3.520,00
4	BofA Merrill Lynch	2.802,50
5	Barclays	2.262,20
6	Credit Suisse	916,10
7	Citi	871,30
8	UBS Investment Bank	597,60
9	CITIC Securities	500,10
10	Raymond James	440,00
11	Jefferies & Co.	423,70
12	Wells Fargo Securities	329,10
13	Deutsche Bank	312,40
14	RBC Capital Markeys	160,00
15	Stifel Nicolaus Weisel	151,30

Fonte: www.renaissancapital.com

Entrando più nel dettaglio, il processo che porta alla delicata selezione dell'*underwriter* prende il nome tecnico di *beauty contest* o di *bake-off* e si concretizza nella possibilità, concessa a tutti i soggetti che vi vogliano concorrere, di redigere una presentazione

³⁰ Nel gergo tecnico le prime sei banche presenti nella lista vengono indicate anche con l'espressione di *bulge racket* [Draho (2004)]. Va specificato che prima degli anni '80 le IPO venivano condotte diversamente in termini di soggetti coinvolti: nell'identificazione dell'*underwriter* non ci si imbatteva in grandi banche di investimento, bensì nelle cosiddette *boutique investment banks*, banche di investimento di piccole dimensioni. Successivamente si è assistito ad un cambiamento in questo senso poiché le grandi banche di investimento hanno individuato nella partecipazione alla varie IPO una fonte di profitto ragguardevole. Oltretutto molte delle *boutique banks* erano state nel frattempo acquistate da questi grandi colossi, per cui il loro precedente *business* era stato inglobato nelle attività societarie di questi giganti finanziari.

formale del proprio profilo societario, nella quale enfatizzare i punti di forza [Draho (2004)].

L'intermediario che dopo questa competizione, spesso sanguinosa³¹, sarà scelto dall'emittente, assumerà il ruolo di *lead underwriter* o, come spesso si suole indicarlo usando un gergo più tecnico, di *bookrunner*.

Sarà con questo soggetto unicamente, e non con eventuali intermediari terzi coinvolti, che verranno negoziati i termini del contratto di *underwriting* con l'emittente. Lo stesso dicasi per quel che concerne i guadagni derivanti dall'operazione di collocamento dei titoli: se ben riuscirà questi saranno solo ed esclusivamente ad appannaggio del *lead underwriter*: sarà poi sua premura dividerli tra le altre istituzioni finanziarie eventualmente intervenute a suo supporto.

Nello specifico le banche di investimento che ricoprono normalmente questo ruolo di *bookrunner* svolgono una triplice funzione nel mercato primario, qui oggetto di interesse:

1. *in primis* esse si adoperano fin dal principio per impostare l'intero processo di quotazione, sia in termini di predisposizione del prospetto informativo³² che di preparazione delle condizioni applicabili all'offerta;
2. in secondo luogo è previsto che la banca si faccia carico, durante la delicata fase di sottoscrizione, di alcuni (o della totalità) dei rischi associati all'operazione di collocamento: quest'ultima costituisce infatti la cartina tornasole per misurare il successo dell'IPO e se sarà condotta egregiamente, senza titoli invenduti, l'*underwriter* verrà riconosciuto come capace, poiché avrà espletato appieno la

³¹ L'utilizzo dell'aggettivo "sanguinosa" non è frutto di una visione iperbolica della realtà. Le banche che si sono trovate a concorrere in queste sfide hanno spesso adottato comportamenti che, secondo alcuni, possono essere definiti anti-etici. Prima del 2002 era molto frequente - in sede di IPO - assistere al fenomeno del cosiddetto *spinning*: si trattava di una procedura che, secondo alcuni, rappresentava una sottile forma di corruzione. Sostanzialmente si concretizzava nell'assegnazione di ingenti quote azionarie, durante fasi di *Hot IPO*, a beneficio di CEOs di aziende private, nel tentativo di convincere questi soggetti a quotare le proprie imprese e di farlo appoggiandosi alla banca artefice di questa favorevole allocazione. Si auspicava pertanto di instaurare un idilliaco rapporto *do ut des*. Al contempo le banche, sempre per ottenere i favori del pubblico di potenziali emittenti-selezionatori, assicuravano a questi ultimi un esito positivo della verifica eseguita dall'analista sull'azienda emittente: questo portò a moltissimi conflitti di interesse. Parimenti gli *issuers*, consapevoli della loro posizione di potere, ne trassero debito vantaggio in sede di richiesta alle banche di finanziamenti a condizioni agevolate. Per ulteriori approfondimenti si veda Draho (2004).

³² Se nel parlarà più diffusamente a seguire, nel medesimo paragrafo.

sua funzione;

3. infine resta cruciale anche la fase finale, di distribuzione dei titoli, che può concretizzarsi in un semplice adempimento degli ordini ricevuti o in una più laboriosa attività di *marketing* presso gli investitori³³, a dimostrazione che la banca d'investimento coinvolta in qualità di *lead underwriter* deve possedere anche notevoli capacità commerciali ed un'ottima rete distributiva.

Come si accennava precedentemente parlando della formulazione del contratto e della distribuzione del compenso può accadere che, al fine del perseguimento di tali attività, l'*underwriter* si faccia assistere da alcuni soggetti, non riuscendo da solo ad espletare tutte le funzioni suddette.

In particolare è ammesso che il *bookrunner* costituisca, in talune nazioni, il cosiddetto consorzio di collocamento, anche conosciuto con il termine di sindacato, dall'inglese *syndicate*: si tratta di un insieme di intermediari chiamati a supportare l'operato della *key figure*, appunto l'*underwriter*.

Tra gli stessi soggetti coinvolti esiste poi un'ulteriore classificazione interna che distingue i *co-lead managers*³⁴, normalmente banche d'investimento molto vicine alla principale e con ruoli più di spicco, da tutti gli altri soggetti sempre afferenti al consorzio.

Nella fattispecie, considerando il ruolo del consorzio nella sua interezza senza classificazioni interne, si tratta di un insieme di intermediari che possono svolgere tanto una mera funzione di sottoscrizione dei titoli, quanto un'attività di *marketing* degli stessi presso il pubblico di investitori: è infatti bene fare un distinguo tra l'una e l'altra attività, non sussistendo perfetta identità tra le stesse [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

³³ L'una o l'altra tipologia di sforzo dipenderà dalla tipologia di consorzio/sindacato che verrà implementato e di cui si parlerà nel proseguo del presente paragrafo.

³⁴ In tal senso si è assistito ad un notevole cambiamento nelle motivazioni che storicamente hanno spinto alla creazione del consorzio: inizialmente si trattava di una decisione motivata perlopiù dal rispetto di requisiti sul capitale, a dimostrazione della solidità finanziaria che veniva richiesta ad uno dei soggetti più importanti nel processo di quotazione. Oltre a questo si caldeggiava la creazione di un sindacato per facilitare la distribuzione ed il piazzamento dei titoli, così come per beneficiare di una maggiore distribuzione dei rischi, sopportati dai vari soggetti coinvolti. Chen&Ritter (2000) in particolar modo hanno constatato come a partire dalla metà degli anni '80 si sia assistito ad uno *switching* da modelli con un unico *underwriter* a sistemi con più *co-lead managers* coinvolti. Per ulteriori approfondimenti si veda anche Draho (2004).

In questo senso, fermo restando che, come dice il nome stesso, l'attività cardine dell'*underwriter* è per l'appunto la sottoscrizione dei titoli oggetto di quotazione, dalla quale non può esimersi, possono palesarsi casi di consorzi di collocamento ove l'attività di *marketing* è pure ad appannaggio esclusivo del *bookrunner*, che pertanto viene assistito dai membri del sindacato solo nella fase di sottoscrizione.

Dall'altro lato il consorzio potrebbe invece espletare esclusivamente una funzione commerciale lasciando l'attività di *underwriting* totalmente nelle mani del *lead manager*: in questo senso si può dire che, dal punto di vista della distribuzione delle funzioni all'interno del consorzio, si palesa quasi una relazione *aut-aut*.

Resta il fatto che saranno esclusive responsabilità del *lead underwriter*, e non della totalità del consorzio, la formulazione, d'accordo con l'emittente, del prezzo finale di offerta³⁵, la gestione di particolari attività volte a propagandare l'emissione³⁶, l'attività di stabilizzazione del prezzo in fase *post IPO*³⁷ e l'inclusione di altri intermediari, qualora ritenuti necessari, nella compagine del consorzio³⁸.

Dall'altro canto invece è attività *core* del sindacato, preso nella sua interezza, la massimizzazione del profitto derivante dall'operazione di IPO.

In tal senso il consorzio, a fronte di questo sforzo, viene remunerato attraverso un compenso calcolato come percentuale sul valore raccolto dall'operazione di quotazione, da qui l'importanza di eccellere in fase di valutazione e di piazzamento dei titoli: tale modalità di retribuzione viene comunemente indicata con il nome di *gross fee* o *gross spread*³⁹ e costituisce ovviamente una delle fonti di costi diretti che incombono sull'emittente e di cui si accennava al paragrafo precedente.

³⁵ Ovviamente si tratta di un passaggio chiave, di importanza strategica: da esso dipende sostanzialmente l'intero successo monetario dell'emissione. Per questo motivo si guarda con grande apprensione ed interesse ai metodi di valutazione utilizzati in sede di calcolo del valore dell'impresa: sarà infatti tramite l'applicazione di questi che l'*underwriter*, assieme all'emittente, individuerà un prezzo d'offerta congruo.

³⁶ Si fa qui particolare riferimento all'attività conosciuta con l'espressione tecnica di *road show*; se ne parlerà più diffusamente nel resto del presente paragrafo.

³⁷ Per ulteriori approfondimenti circa l'attività di stabilizzazione si proceda nella lettura del presente paragrafo.

³⁸ Può avvenire che l'emittente ponga un freno all'*underwriter* nella selezione dei membri costitutivi il suddetto consorzio. In realtà è quasi sempre stata concessa piena libertà allo stesso in fase di selezione degli intermediari che devono prenderci parte: spesso in tale scelta ci si basa su rapporti già consolidati in sede di precedenti emissioni [Borsa Italiana S.p.A. (2001)].

³⁹ In particolare è previsto che questo *spread*, il cui ammontare incombe sulle spalle dell'emittente che è tenuto a pagarlo, sia a sua volta suddiviso in tre componenti costitutive, conosciute con i termini tecnici inglesi di *selling concession*, *underwriting fee* e *management fee*. Per ulteriori informazioni ed

L'ammontare di tale valore dipende fortemente dal livello di rischiosità insito nell'operazione, nonché dalla tipologia di consorzio implementato.

Infatti alla luce della possibilità concessa al *lead underwriter* di farsi assistere nella delicata attività di organizzazione dell'IPO, va precisato che esistono differenti tipologie di consorzio: a ciascuna di esse è associata una maggiore o minore responsabilità che ricade sugli attori partecipanti ed in base alla quale verrà richiesta una remunerazione più o meno elevata.

Per essere più specifici è bene precisare che esistono tre differenti tipologie di consorzio che si distinguono sostanzialmente per il diverso grado di coinvolgimento degli intermediari nell'operazione di prima quotazione⁴⁰.

In particolare ci si può imbattere in IPO assistiti da:

1. Consorzi di collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo delle azioni, conosciuti nel gergo tecnico con l'espressione inglese *Firm commitment syndicate*. Come si evince dal nome stesso si tratta della tipologia di consorzio in cui il rischio maggiore ricade proprio sugli intermediari che lo costituiscono, i quali si trovano costretti, perché vincolati giuridicamente, a sottoscrivere/acquistare le azioni direttamente dall'emittente/venditore al prezzo preventivamente pattuito. Sarà poi loro preoccupazione la successiva dismissione delle stesse presso il pubblico di investitori: se falliranno in tal senso il peso di questo insuccesso ricadrà completamente su di loro, lasciando invece gli emittenti/azionisti-venditori completamente liberi da ogni preoccupazione. Sostanzialmente viene così assicurata all'impresa (o ai suoi azionisti) la raccolta del capitale pattuita: sarà eventualmente l'*underwriter* a

approfondimenti sui meccanismi di ripartizione e di compensazione all'interno del consorzio si veda Chen, H.C., Ritter, J.R., 2000. The seven Percent Solution, *Journal of Finance*, 55 (3), 1105-1132. In particolare questi autori spiegano con un esempio numerico la suddivisione interna del *gross spread* specificando che la *management fee* spetta al *lead manager* e agli eventuali *co-lead managers* se nominati, la *underwriting fee* è di competenza di tutti gli appartenenti al consorzio, nella porzione delle azioni che gli stessi hanno effettivamente sottoscritto ed infine la *selling concession* dovrebbe sempre spettare ai membri del sindacato sulla base dei dati di vendita, ma nella prassi è totalmente a beneficio del *bookrunner*, cui vengono riconosciuti tutti i vantaggi delle azioni vendute. Parimenti sull'argomento si veda Jenkinson, T., Ljungqvist, A., 2001. *Going Public: the theory and Evidence on how companies raise equity finance*. Oxford University Press, 25-28.

⁴⁰ Per ulteriori informazioni circa le differenti tipologie di consorzio, anche qualora si tratti di SEO e non solo di IPO, si veda Hansen, R.S., 1986. Evaluating the cost of new Equity Issue. *Midland Corporate Finance Journal*, 4, 42-55. Allo stesso modo si veda anche Choi, S.J., Pritchard, A.C., 2008. *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2nd Edition. Foundation Press, New York.

decidere di abbassare successivamente il prezzo di vendita dei titoli così da liquidare completamente l'offerta presso il pubblico di investitori; per questo motivo è fondamentale che il prezzo venga fissato nella maniera più corretta ed appropriata [Ibbotson *et al.*(1988)].

Gli studi implementati sul *Going Public Process* secondo la modalità del suddetto *Firm commitment syndicate* hanno evidenziato come lo stesso venga normalmente condotto da *underwriter* di prestigio⁴¹ e coinvolga IPO aventi una portata mediamente quattro volte maggiore rispetto a quelle condotte secondo la modalità di *best effort* (si veda il punto successivo).

Inoltre le ricerche in materia hanno sottolineato come questa sia la tipologia più utilizzata nel contesto americano [Jenkinson&Ljungvist (2001)] dove, tra l'altro, sembra sia possibile individuare un *gross spread* che si aggira attorno ad un valore pressoché stabile del 7% sull'ammontare finale dell'IPO⁴² [Lombardo (2011)];

2. Consorzio di semplice collocamento (anche definito in inglese *best effort syndicate*) che, come dice il termine stesso, rappresenta la modalità meno rischiosa per gli intermediari coinvolti, poiché gli stessi devono esclusivamente vendere i titoli per conto dell'emittente, ma non si vincolano all'acquisto degli stessi e alla loro successiva dismissione. In questa fattispecie il prezzo viene decretato dopo una negoziazione tra emittente ed *underwriter*: quest'ultimo in

⁴¹ Alcuni studi hanno dimostrato che nel servirsi di *underwriter* con una certa reputazione si diminuisce il livello di *Underpricing* sofferto. Si veda in tal senso Carter, R., Manaster, S., 1990. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. Iowa State and University of Iuta working paper.

⁴² Sull'argomento del *gross spread* moltissimi autori hanno dispiegato le loro forze alla ricerca di possibili spiegazioni al fenomeno di *clustering* dello stesso, nel contesto US, al valore del 7%. In tal senso si veda Chen&Ritter (2000). In questo studio gli autori individuarono un valore della *gross fee* pressoché costante e pari a 7% per il 90% (quindi quasi la totalità) delle IPO analizzate. In particolare essi si occuperanno di studiare l'andamento di quelle IPO che, avvenute negli Stati Uniti in un periodo intercorrente tra il 1995 ed il 1998, raccolsero tra i 20 ed gli 80 milioni di \$. Gli autori giustificarono questo valore percentuale, che non ritenevano assolutamente competitivo, ma anzi, ben al di sopra dei livelli registrati ad esempio in Giappone ed Australia, come risultante di comportamenti collusivi tra gli intermediari coinvolti. Di tutt'altra opinione si dichiarò invece Hansen (2001) secondo il quale il valore del 7%, che pure venne confermato dai suoi studi, si palesava quale giusta retribuzione per gli sforzi compiuti in un mercato competitivo come quello delle IPO statunitensi. Per approfondimenti invece sul contesto europeo si vedano Lazzari, V., Geranio, M., 2003. Il mercato delle *Initial Public Offering* nell'Europa continentale. Quaderni di Ricerche, 32. In questo elaborato, dopo una fase empirica che coinvolse 149 IPO, gli autori individuarono un *gross spread* medio pari a 4,5%, con oscillazione variabili da un minimo di 1,6% ad un massimo 8%. Il tutto venne ulteriormente confermato da Ljungqvist *et al.* (2003).

particolare è chiamato solo ed esclusivamente a svolgere una funzione di intermediazione e a fare del “suo meglio” per raccogliere i fondi pattuiti (appunto in inglese *best effort*). Se non si fosse in grado, entro un determinato arco temporale, di liquidare un prefissato lotto minimo a causa, ad esempio, di una scarsa domanda, l’offerta primaria testé effettuata verrebbe interamente – e non parzialmente – ritirata dal mercato, lasciando l’emittente completamente insoddisfatto [Smith (1986)].

Difficilmente si è assistito a casi per i quali, a seguito di un tale insuccesso, l’azienda emittente si sia nuovamente proposta nel mercato ad un prezzo inferiore: nella maggior parte dei casi si rinuncia completamente ad intraprendere la strada della quotazione [Ibbotson *et al.* (1988)]. In questo senso si evince che il rischio di mancato piazzamento degli strumenti finanziari tra gli investitori ricade pesantemente sull’emittente/azionista-venditore: gli intermediari vengono interpellati e retribuiti solo ed esclusivamente per la messa a disposizione della loro rete distributiva. Ciò implica che l’unico svantaggio che questi possono dover sopportare risiede nella mancata corresponsione della retribuzione qualora non siano stati in grado di collocare la totalità dei titoli e si deve procedere ritirando completamente l’offerta [Lombardo (2011)]. Date le caratteristiche insite in questa modalità essa è prevalentemente utilizzata laddove l’IPO è circondata da maggior incertezza e rischiosità⁴³;

3. Infine si assiste ad una forma ibrida in termini di rischio e responsabilità dell’intermediario che si concretizza nella costituzione del cosiddetto consorzio di garanzia o, parimenti in inglese, *strict underwriting*. Qui il rischio di collocamento è sopportato in ultima istanza dagli intermediari del consorzio considerando che il meccanismo alla base di questo accordo contrattuale prevede che gli stessi siano chiamati ad acquistare/sottoscrivere le azioni solo ed esclusivamente per la parte residua dopo la normale attività di piazzamento. Se questa viene condotta in maniera efficiente ed ineccepibile gli intermediari non avranno nulla di cui preoccuparsi, non essendo rimasto alcun titolo da acquistare obbligatoriamente: ovviamente questa tipologia di consorzio è strutturato in maniera tale da incentivare gli stessi ad agire nell’interesse e a vantaggio

⁴³ A tal proposito si veda Mandelker, G., Raviv, A., 1977. Investment Banking: an Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts. *Journal of Finance*, 32 (3), 683-694.

dell'emittente [Allen (1991)].

Va specificato che, ad esclusione del consorzio di *best effort*, dove sostanzialmente gli intermediari non sono ad alcun titolo ritenuti responsabili del mancato piazzamento degli strumenti finanziari, nelle altre due tipologie di sindacato citate il carico di responsabilità ed il rischio da sopportare possono essere ripartiti diversamente tra i differenti soggetti coinvolti nel consorzio: ci si può imbattere in situazioni di responsabilità solidale per tutti i titoli invenduti (*à la parisienne*) o di responsabilità individuale (*à la lyonnaise*). L'una o l'altra modalità vanno ovviamente ad incidere sul livello di costi e benefici insiti nell'operazione, così come sulla maggiore o minore riuscita del collocamento, poiché si fa perno sul sistema degli incentivi⁴⁴.

Nonostante l'intero paragrafo si sia finora focalizzato sulla figura dell'*underwriter* quale operatore a ragione tra i più importanti e strategici nel processo di quotazione, non vanno dimenticati altri attori il cui contributo rimane comunque considerevole.

In tal senso vi possono essere ad esempio casi di parziale identità tra la figura per l'appunto del *bookrunner* e quella del, finora solo citato, *sponsor*: in questa sede si vuole procedere mettendone in risalto le attività comuni e quelle assolutamente precipue.

Con il termine *sponsor* si è soliti indicare l'intermediario finanziario che, nominato direttamente dall'emittente, talvolta su suggerimento dell'*underwriter*, assiste lo stesso non solo durante la fase preparatoria all'IPO, ma anche nel periodo iniziale di avvio ufficiale delle negoziazioni.

Tra le sue attività *core* rientra l'attività di *marketing* citata precedentemente: in talune situazioni ci si può infatti imbattere in IPO per cui è direttamente l'*underwriter* a sobbarcarsi questo incarico, in altre può palesarsi necessario, nonché utile, farsi affiancare da un soggetto esterno a ciò preposto, appunto lo *sponsor*.

Come si evince esso gioca un ruolo cardine, accompagnando l'emittente per un periodo relativamente lungo e non solo limitato alla predisposizione dell'operazione: detto

⁴⁴ Per approfondimenti in merito alla situazione nel contesto italiano si veda Dello Diacono, M., 1998. I consorzi di collocamento e garanzia dei titoli azionari. Working paper Ceradi, Roma.

diversamente si qualifica come una figura complementare più che di semplice assistenza e supporto [Borsa Italiana S.p.A. (2001)].

Per questo motivo anche in tale circostanza, così come accade con riferimento a tutti gli attori coinvolti nel processo di IPO, è bene procedere con un'accurata selezione: si deve individuare un candidato che i) sia disponibile a collaborare a tempo pieno, anche durante la fase di *post* quotazione, ii) che non tema un suo pieno coinvolgimento nell'operazione, iii) che conosca accuratamente il mercato finanziario di riferimento, iv) che sia professionale e abbia le spalle ben coperte con esperienze pregresse nel medesimo settore [Borsa Italiana S.p.A. (2001)].

Nello specifico è previsto che lo *sponsor*, nella fase di pre-quotazione, si adoperi per mettere a conoscenza il *management* circa le conseguenze derivanti da questa entrata nel mercato finanziario, attesti la conformità agli *standard* imposti dalle procedure amministrativo-contabili utilizzate, verifichi che i *forecasts* effettuati dai *manager* circa i risultati attesi siano fattibili e siano stati calcolati con le modalità adeguate, così da evitare agli stessi le tanto temute ripercussioni professionali [Borsa Italiana S.p.A. (2001)].

Nella fase successiva alla quotazione lo stesso invece si prodiga in un'accurata attività di controllo dell'andamento aziendale, ora che la stessa è sottoposta alle fluttuazioni di mercato. A tal scopo è previsto la redazione, e conseguente pubblicazione, di almeno due analisi finanziarie annuali, che testimonino lo stato in cui versa l'emittente a seguito del nuovo *status* di impresa quotata.

Parimenti è auspicabile che lo *sponsor* si faccia promotore di alcuni incontri annuali tra il *management* e la comunità finanziaria nazionale, nella frequenza di almeno due annuali⁴⁵.

Come si evince vi sono pertanto campi d'azione nei quali si potrebbe assistere ad un ruolo doppio dell'*underwriter* che potrebbe infatti agire anche nella veste di *sponsor* senza richiedere un supporto esterno: qualora non fosse questo il caso diventa invece

⁴⁵ Questi ultimi dati circa la frequenza di redazione e di organizzazione degli eventi fanno riferimento alla prassi in uso presso Borsa Italiana S.p.A.. Ovviamente qualora si guardi ad altri mercati regolamentati ci si imbatte in informazioni differenti. Resta comunque il fatto che lo *sponsor* svolge, in qualsiasi contesto finanziario si vada ad indagare, un ruolo di controllo e di analisi durante la fase di *post* quotazione.

indispensabile che l'impresa si mobiliti selezionando due differenti enti esterni, rispettivamente *bookrunner* e *sponsor*, ciascuno chiamato a svolgere le proprie sovraccitate mansioni.

1.2.2. Le fasi costitutive il processo di quotazione

Alla luce della descrizione fornita circa i soggetti effettivamente coinvolti nel processo di quotazione, in particolar l'*underwriter* ed i soggetti a supporto della sua attività nella veste di consorzio, preme ora dare una sintetica panoramica dei differenti passaggi nei quali si articola il *Going Public Process*: questo anche nell'ottica di fornire gli strumenti necessari per comprendere le tematiche dei successivi capitoli.

Una volta che il *lead manager* è stato selezionato, e con esso è stato costituito l'eventuale sindacato nella tipologia più adatta considerati i caratteri precipui della quotazione sotto esame, si apre la prima fase cosiddetta di "raccolta delle informazioni" o "*information gathering*".

In questo stadio primordiale del processo è compito della banca di investimento adoperarsi per adempiere adeguatamente al suo ruolo, *in primis* nella fase di *Due Diligence*, nonché nella produzione delle informazioni necessarie per ottenere il permesso alla quotazione⁴⁶.

In particolare con riferimento alla *Due Diligence* si intende normalmente, nonostante non sussista una nozione *standard* che permetta di eliminare eventuali incongruenze, quell'insieme di attività implementate dall'*underwriter*, e dagli altri soggetti eventualmente coinvolti, al fine di controllare e verificare che tutte le informazioni utili per redigere il futuro prospetto informativo siano corrette, trasparenti e veritiere.

⁴⁶ Tra queste vi è ovviamente l'importantissima decisione circa il prezzo di offerta delle azioni che, ovviamente, deve risultare al momento di quotazione. Per questo motivo, durante questa fase preliminare gli analisti del *lead manager* iniziano a ipotizzare un probabile valore dell'azienda. Nel farlo utilizzano normalmente due dei metodi di valutazione globalmente più riconosciuti: il metodo dei flussi di cassa operativi attualizzati (DCF) ed il metodo dei multipli di mercato: di entrambi, e di altri metodi, si parlerà più diffusamente in seguito, nel paragrafo a ciò dedicato. Inoltre come già accennato, anche se qui non si entrerà nel merito degli specifici requisiti di *listing* necessari per l'ammissione a quotazione, l'azienda che intende immettersi nel mercato regolamentato deve rispettare determinate caratteristiche. In particolare è previsto che siano onorate sia le condizioni imposte dalle autorità di vigilanza che quelle imposte dalla Borsa Valori nella quale si vuole richiedere la quotazione: in alcuni stati infatti non è detto che vi sia identità tra questi due soggetti [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

In tal senso si tratta di una fase estremamente delicata⁴⁷, che può richiedere non solo un notevole dispiego di tempo, ma anche di lavoro da parte degli addetti a questi controlli: non devono assolutamente essere omessi dati rilevanti; qualora questo avvenga la responsabilità ricadrà completamente sul consorzio o sull'*underwriter*, se lo stesso ha deciso di operare da solo [Borsa Italiana S.p.A. (2001)].

Questa prima fase può anche caratterizzarsi per un'attività di *pre-marketing* ad opera degli intermediari del consorzio: come si evince dal nome stesso si tratta di un'attività volta a diffondere curiosità ed interesse soprattutto tra gli investitori istituzionali, che in questa sede sono talvolta chiamati ad esprimere loro eventuali dubbi e preoccupazioni circa la quotazione, nonché a riconsegnare al *lead manager* alcuni moduli originariamente distribuiti proprio allo scopo di raccogliere un bagaglio di prime impressioni.

Il tutto conduce alla redazione e successiva pubblicazione di un prospetto informativo detto preliminare⁴⁸, poiché costituisce semplicemente una bozza di quello che verrà successivamente predisposto per la vera e propria *Floatation*.

All'interno della versione preparatoria è normalmente presente, oltre che l'indicazione - non obbligatoriamente fissa - del quantitativo di titoli che si intende emettere, un *range* per l'*offering price* calcolato dagli intermediari avendo riguardo non solo ai *feedback* raccolti in fase di *pre-marketing*, ma anche attraverso le valutazioni dell'azienda eseguite dagli analisti delle banche di investimento protagoniste del processo.

Per il prospetto informativo vero e proprio si dovrà aspettare ancora un certo lasso di tempo, quando il prezzo di emissione non sarà più incerto, entro un dato intervallo, ma sarà stato definitivamente individuato senza possibilità di modifiche⁴⁹.

⁴⁷ A tal scopo viene anche istituita la cosiddetta *data room*, uno spazio virtuale ove vengono rese disponibili tutte le informazioni di carattere fiscale, legale e finanziario indispensabili per adempiere alla funzione di *Due Diligence*, nonché alla successiva redazione del prospetto informativo [Borsa Italiana S.p.A. (2001)].

⁴⁸ Il termine *preliminary* o *pathfinder prospectus* è usato esclusivamente nel contesto non US: contrariamente la realtà statunitense utilizza l'appellativo di *red herrings*.

⁴⁹ Ciò nonostante va precisato che in determinate situazioni, quando viene utilizzato il metodo di *pricing* del prezzo fisso (di cui si tratterà più approfonditamente al prossimo paragrafo) non ha senso parlare di prospetto preliminare e di prospetto definitivo: sostanzialmente il prezzo è già stato fissato precedentemente alla fase di *marketing*, e non viene influenzato in alcuno modo da quanto si verificherà nella successiva fase di commercializzazione dell'offerta.

Per raggiungere questo risultato è necessario che la fase di cosiddetta “raccolta delle informazioni” sia seguita da una fase di *marketing*, che in questa analisi si palesa come secondo *step* obbligatorio nella strada per la quotazione.

Nello specifico essa si può manifestare nella forma dei cosiddetti *road shows* che, nonostante non siano l’unica modalità utilizzata per sponsorizzare l’offerta pubblica di acquisto presso gli investitori⁵⁰, costituiscono una delle tecniche più diffuse nella prassi [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Fortemente consigliati dalle banche di investimento che supportano l’impresa quotanda, essi si concretizzano in un notevole processo promozionale dell’operazione di quotazione: attraverso specifiche presentazioni e *meeting* vengono infatti divulgati i caratteri precipui della manovra di *Floatation* soprattutto ad investitori istituzionali e ad analisti finanziari [Borsa Italiana S.p.A. (2001), Lombardo (2011)].

E’ in questa occasione che l’emittente, nello specifico il suo organico, deve implementare un’efficace campagna commerciale, suscitando nel pubblico di investitori curiosità ed interesse verso la società pronta alla quotazione. Se questa attività verrà svolta in maniera encomiabile allora, molto probabilmente, si potrà assistere ad un’IPO di successo.

Va però specificato che, per non interpretare erroneamente la descrizione appena fornita, durante i *road shows* è fatto tassativo divieto di divulgare informazioni nuove rispetto a quelle già rese note nella stesura del prospetto informativo preliminare: l’obiettivo finale di questa pratica infatti non è quello di fornire ulteriori informazioni sul profilo aziendale, bensì semplicemente rimarcarne i caratteri più peculiari nella speranza di catturare l’interesse di un discreto numero di investitori.

Secondo alcuni in realtà queste modalità di propaganda forniscono un piano di gioco opposto: ossia non sono i potenziali investitori ad apprendere qualcosa di nuovo, bensì gli intermediari che assistono l’emittente possono approfittare della situazione per

⁵⁰ Contestualmente allo strumento del *road show* è infatti possibile propagandare la propria imminente quotazione utilizzando canali alternativi di diffusione delle informazioni, comunque sempre molto validi: si può ad esempio fare intelligente uso della stampa o del *web* per lanciare messaggi che captino l’attenzione del pubblico di investitori. La scelta in merito a quale sia la procedura di divulgazione più consona dipende sostanzialmente da considerazioni quali la tipologia di clientela a cui ci si vuole rivolgere: mentre i *road show* si prestano bene soprattutto quando si vuole coinvolgere perlopiù investitori istituzionali, gli altri strumenti sopraccitati permettono soprattutto di raggiungere la platea degli investitori *retail*.

comprendere meglio l'opinione e la valutazione che gli attori esterni hanno dell'impresa quotanda [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

A seconda delle dimensioni dell'impresa coinvolta e della portata dell'operazione di prima quotazione questi *meeting* di presentazione dell'azienda, normalmente organizzati dal *senior management*, possono durare dalle poche ore ad addirittura alcune settimane, toccando differenti città, diverse nazioni ed addirittura molteplici continenti⁵¹.

Indubbio è che per l'organizzazione degli stessi siano necessari l'utilizzo di notevoli risorse economiche: tali costi rientrano ovviamente tra quelli diretti cui si faceva riferimento nel paragrafo precedente.

Inoltre è proprio in questa fase di *marketing* dell'IPO che il consorzio, qualora fosse stato costituito con questa funzione e non semplicemente allo scopo di fornire un servizio di sottoscrizione, è tenuto a fare la sua entrata in scena: in particolare i soggetti che lo compongono possono contribuire in maniera considerevole alla diffusione e relativa sponsorizzazione dell'IPO, portando all'attenzione del proprio portafoglio clienti l'offerta sotto analisi e alimentando in questi l'atteso interesse [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Accantonando la parte descrittiva circa la modalità attraverso la quale concretamente avviene la fase di *marketing*, sia essa attraverso i *road show* o altre forme di propaganda, è bene specificare in cosa consiste effettivamente questa delicata fase di commercializzazione.

Durante la fase di *marketing* è infatti consuetudine raccogliere le differenti offerte effettuate dagli investitori interessati: premesso che normalmente non si tratta di offerte vincolanti⁵² queste, prese complessivamente, permetteranno all'emittente e soprattutto

⁵¹ Esempificativo è stato il caso dell'impresa tedesca di telefonia mobile Debitel che, prima di quotarsi nel 1999, condusse per ben dodici giorni, in venti differenti città, un numero considerevole di *road show*. Questo le permise di farsi conoscere in ben nove differenti nazioni, tra cui Italia, Regno Unito, Svizzera e Stati Uniti solo per citare i più rappresentativi.

⁵² E' ad esempio in questo punto che entra in gioco il particolarismo di ciascun paese: catalogare le differenti offerte presentate come vincolanti o non dipende dalla normativa vigente in quella determinata nazione [Lombardo (2011)]. Soprattutto se effettuate da investitori istituzionali è difficile siano offerte vincolati: a questi soggetti infatti, dato il potere ed il ruolo di spicco normalmente ricoperto, viene concessa una certa discrezionalità anche se nella prassi difficilmente gli stessi non onorano le offerte proposte. Spesso infatti le banche di investimento si premurano che gli investitori istituzionali non li abbandonino proprio in fase di sottoscrizione, promettendo agli stessi un'allocazione delle azioni estremamente favorevole. Diverso è invece il trattamento per la *tranche* di investitori *retail* i quali,

al suo *lead manager* di avere un'idea più chiara circa la percezione che dall'esterno si ha dell'azienda, nonché a che livello potrà collocarsi il prezzo finale di emissione nel mercato primario⁵³. Prima infatti, nel prospetto informativo preliminare, si era solo abbozzata un'ipotetica e ragionevole forchetta di prezzo: a seguito della fase di commercializzazione e di raccolta degli ordini di acquisto da parte del *lead manager* nell'apposito *order book*⁵⁴, si potrà procedere ad individuare un prezzo che, in via definitiva, sarà l'*offering price* nel mercato primario.

In particolare per muoversi in tale direzione saranno considerate tutte le domande di acquisto pervenute, classificandole per quantità e qualità: dalla valutazione delle stesse saranno infine decretati la quantità ed il prezzo finale di quotazione valide per tutti gli investitori interessati [Lombardo (2011)].

Ciò premesso è ovvio che in questa fase si avrà modo di raccogliere una moltitudine di informazioni circa le preferenze di questi ipotetici investitori e la loro attitudine verso questa operazione di quotazione: già semplicemente dalla lettura oculata delle loro proposte di acquisto l'impresa potrà desumere in che clima e con che spirito verrà accolta l'impresa neo-quotata nel mercato finanziario.

Proprio alla luce di quanto finora detto, e considerando che il reperimento di alcune informazioni può essere un processo costoso, nonché, una volta che le stesse sono state rivelate, ciò potrebbe palesarsi quale mossa controproducente per l'investitore, questo porta ad un notevole conflitto di interessi.

Gli investitori potrebbero infatti essere indotti a non rivelare nulla, o a fornire delle informazioni distorte, proprio per non perdere il loro vantaggio competitivo e per non vedersi costretti a pagare una cifra più elevata rispetto a quanto preventivamente decretato nel prospetto e a quanto essi stessi auspicavano: è qui che devono entrare in

normalmente, sono tenuti ad onorare obbligatoriamente l'offerta fatta, poiché la stessa si palesa quale legalmente vincolante [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

⁵³ Ovviamente si sta facendo qui riferimento alla fase di *marketing* ammettendo che non sia stato precedentemente utilizzato il metodo di *pricing* del prezzo fisso e che quindi la strada per la determinazione del prezzo finale sia ancora percorribile: le varie offerte degli investitori, raccolte in sede di *marketing*, saranno funzionali proprio in tal senso. Qualora invece, ancora in precedenza, sia stato fissato il prezzo di offerta la fase di *marketing* avrà un altro scopo: non servirà più ad individuare l'effettivo e definitivo prezzo di quotazione, bensì ad invogliare gli investitori a fare delle offerte sulla base di quel determinato prezzo: l'effettiva allocazione avverrà poi in una fase successiva.

⁵⁴ Da qui la motivazione dell'appellativo *bookrunner* per indicare il *lead manager*.

gioco degli adeguati schemi di *allocation* e *pricing*, che permettano di procedere senza incorrere in queste problematiche⁵⁵.

Consapevoli di quanto suddetto, e a seguito di un'attenta attività di *marketing*, si può quindi procedere con la stesura del prospetto informativo definitivo: in questo senso l'impresa viene supportata da adeguati consulenti legali e finanziari, i cui compensi graveranno ulteriormente sulle spalle dell'emittente sotto la voce di costi diretti.

In particolare è previsto che il prospetto testé menzionato contenga tutte le informazioni ritenute rilevanti non solo circa le caratteristiche dell'offerta, tra cui ovviamente indicazioni del prezzo parallelamente ad una quadro descrittivo della tipologia di strumenti finanziari e della quantità di emissione degli stessi, ma anche sulla situazione economico-patrimoniale-finanziaria della società alla data più recente disponibile.

E' inoltre prassi che vengano rese note le prossime strategie aziendali, nonché le motivazioni sottostanti tali scelte. Questo documento di importanza vitale deve essere sottoposto all'autorità di vigilanza che gestisce e controlla il mercato (nel caso US il giudizio è affidato alla SEC, nel contesto domestico si tratta della Consob)⁵⁶ e deve essere reso pubblico precedentemente all'attività di offerta e di emissione del titolo, cosicché gli investitori lo possano utilizzare quale strumento decisionale [Borsa Italiana S.p.A. (2001)].

Ovviamente è necessario che, contestualmente alla verifica cui deve essere sottoposto il prospetto informativo, l'impresa interessata faccia specifica domanda di ammissione alla quotazione all'autorità a ciò preposta, indicando esplicitamente il mercato finanziario di interesse [Lombardo (2011)].

⁵⁵ Si veda il paragrafo successivo per dei chiarimenti in merito. Va comunque precisato che molti studiosi, di fronte alla possibilità di scegliere tra differenti *issuing methods* si sono interrogati se da tale decisione potesse conseguire un maggior o minor livello di *Underpricing* e di volatilità associato allo stesso. Nello specifico si veda il *paper* di Derrien&Womack (2003).

⁵⁶ Si tratta di un documento vitale in termini di divulgazione delle informazioni rilevanti circa l'operazione di quotazione: con esso tanto l'autorità di Vigilanza (nel caso italiano la Consob) quanto il mercato nel suo complesso vengono a conoscenza di informazioni relative all'emittente, agli strumenti finanziari oggetto di quotazione ed ai rischi impliciti nell'operazione. Riferendosi sempre al contesto domestico sono previsti alcuni specifici passaggi da seguire per ufficializzare la procedura: dopo aver presentato a Borsa Italiana la domanda di ammissione a quotazione (di cui si parlerà in seguito) la stessa dovrà esprimersi entro due mesi con delibera di rifiuto o di accettazione. Parallelamente l'emittente dovrà procedere facendo richiesta di deposito del prospetto di offerta presso la Consob: anche in questo caso vige un tempo massimo di 2 mesi per rigettare la domanda o, contrariamente, per autorizzare la pubblicazione del prospetto [Borsa Italiana S.p.A. (2001)]. Alla luce di quanto testé detto risulta pertanto chiaro che per entrare in possesso di tale documento un individuo ha due strade percorribili: da un lato richiedere tali informazioni direttamente alla Consob usufruendo del sito *web* istituzionale ove reperire tutte le informazioni necessarie, dall'altro lato fare perno sui canali di distribuzione delle informazioni implementati dall'emittente, che ha infatti tutti i vantaggi nel pubblicizzare l'operazione di quotazione.

Nello specifico, facendo sempre riferimento al contesto nazionale, è prassi che, contestualmente alla stesura, verifica e successiva pubblicazione del prospetto definitivo, le imprese redigano un *Business Plan* da presentare a Borsa Italiana S.p.A. ove vengano messi in luce tutti le previsioni circa i risultati economici attesi [Borsa Italiana S.p.A. (2001)]: è proprio sulla base di questo documento che l'operato dei *manager* dell'impresa sarà messo sotto costante esame.

Un eventuale mancato rispetto delle previsioni in termini contenutistici o di scadenze potrebbe procurare agli stessi gravi ripercussioni professionali. Essi infatti, nei casi più estremi, potrebbero anche essere spodestati dal loro incarico qualora non siano stati in grado di raggiungere gli obiettivi prefissati: come precedentemente detto lo *status* di impresa quotata, nonostante permetta ipoteticamente agli stessi di innalzare la propria caratura professionale, dall'altro lato li pone sotto un severissimo e perenne controllo da parte degli "impietosi" operatori del mercato.

Contestualmente al suddetto *Business Plan* Borsa Italiana S.p.A. prevede anche che tutti gli emittenti intenzionati a presentare domanda di ammissione a quotazione per il mercato MTA⁵⁷ predispongano anche il QMAT (*Quotation Management Admission Test*) ossia un documento che fornisca una descrizione generica della società in termini di settore di appartenenza, di *stakeholders* coinvolti, di posizionamento strategico, nonché specifichi i dettagli sul processo di quotazione che la vedrà protagonista.

La richiesta di questa ulteriore fonte di informazione deve essere letta in un'ottica di maggior chiarezza e trasparenza, anche allo scopo di rafforzare i legami esistenti tra Borsa Italiana, società emittente nonché la moltitudine di operatori secondari coinvolti [Borsa Italia S.p.A. (2001)].

Una volta che l'IPO ha avuto effettivamente luogo dopo alcuni giorni hanno avvio le negoziazioni ufficiali nel mercato secondario, dove il prezzo fissato in sede di prima quotazione subisce delle modifiche nel valore, influenzato dalle fluttuazioni e dal *sentiment* diffuso nel mercato: è in questa occasione che si potrà verificare l'effettivo successo o meno dell'operazione di quotazione. In particolare secondo alcuni già a

⁵⁷ Si tratta del Mercato Telematico Azionario italiano nel quale trovano negoziazione azioni, obbligazioni convertibili, *warrant* e diritti di opzione. Per ulteriori approfondimenti si veda www.borsaitaliana.it.

partire dal prezzo di chiusura registrato il primo giorno di contrattazioni si evince la riuscita o meno dell'intera impresa: in questo senso ci si ricollega al fenomeno dell'*Underpricing* di cui si è già precedentemente parlato all'interno di questo capitolo e di cui si parlerà più diffusamente nel III, con riferimento alle teorie esplicative più accreditate sull'argomento, che - tuttavia - rimane ancora insoluto.

Alla luce di quanto finora detto non solo il *Going Public Process* coinvolge una moltitudine di attori⁵⁸, ma si articola in una complessa sequenza di passaggi: in questo senso può diventare difficile individuare un chiaro percorso che scandisca temporalmente tutte le fasi costitutive il processo di quotazione. Nella prassi ci si può spesso imbattere in situazioni nelle quali la fase preparatoria alla *Flaotation* è di per sé più lunga rispetto poi alla quotazione vera e propria, che infatti il più delle volte si articola in pochi veloci passaggi. Va ricordato che non è possibile tracciare uno schema unico del *timing* di quotazione, nonostante si assista a molti tentativi di definizione dello stesso: quello che si può fare è darne una rappresentazione abbozzata, attraverso una linea del tempo "approssimativamente precisa".

Il motivo sottostante a questa impossibilità risiede non solo nel fatto che ogni contesto finanziario ha proprie particolari regole e procedure⁵⁹, ma anche poiché ogni impresa ha proprie tempistiche le quali, in particolar modo, sono influenzate da fattori quali il settore di appartenenza, l'organizzazione aziendale interna, la portata dell'emissione e le dimensioni dell'azienda quotanda, nonché una minore o maggiore complessità riscontrata dagli attori coinvolti in fase di verifica e di controllo dei dati societari [Borsa Italiana S.p.A. (2001)].

⁵⁸ Della figura dello *sponsor*, già citata precedentemente, si troveranno i dettagli proseguendo nella lettura del presente paragrafo.

⁵⁹ Prendendo come riferimento esemplificativo l'oramai più che inflazionato contesto americano, esso impone l'osservanza del *Security Act*, documento del 1933 che si pone come pietra miliare per lo sviluppo dei mercati finanziari, nonché intervento regolatore necessario dopo il *crash* finanziario del 1929 e dopo la Grande Depressione che ne era scaturita. In particolare esso imponeva la divulgazione, da parte dell'impresa intenzionata a vendere propri titoli al pubblico di investitori, di tutta una serie di informazioni circa il profilo societario (c.d. *Disclosure*), così da tutelare gli investitori e da permettergli di prendere decisioni finanziarie oculate. Si tratta ovviamente di una realtà esclusivamente US: spostandosi in contesti differenti gli operatori sono ovviamente tenuti a osservare altre regole, pur sempre in un ambito di divulgazione delle informazioni. Per questo motivo non è possibile tracciare una linea del tempo globalmente valida per descrivere la sequenza temporale in cui si articola il delicato e tortuoso processo di quotazione. Se si desidera qualche chiarimento in merito al *timing* per il panorama finanziario italiano si veda Borsa Italiana S.p.A. (2001), in particolare pag. 29 nella quale, in forma tabellare, vengono indicati tempi di durata e soggetti coinvolti. Ad ogni modo è universalmente diffusa e confermata da casi pratici l'idea che, per condurre alla quotazione talune imprese non sia sufficiente un anno di preparazione: possono anche volerci 18 mesi o oltre.

1.2.3. La fase di *post* quotazione

Amnesso che la quotazione sia avvenuta regolarmente, secondo i passaggi finora descritti, si apre un'altra delicata fase: quella *post* IPO.

Comunemente gli intermediari, nella fattispecie la banca di investimento che ha affiancato l'impresa nel ruolo di *lead underwriter* nella fase di prima emissione, assiste la stessa anche successivamente, durante il delicato momento di *trading* nel mercato secondario⁶⁰: una volta infatti che le azioni sono state prezzate ed allocate in fase primaria, consuetudine vuole che di lì a pochi giorni inizi la fase di *trading* vero e proprio nei listini ufficiali⁶¹.

In particolare l'istituto di credito può svolgere un'importante funzione postuma, di stabilizzazione del prezzo azionario nel cosiddetto *aftermarket*, quindi per un periodo di tempo normalmente circoscritto⁶².

Nello specifico la procedura stabilizzatoria che qui si vuole analizzare⁶³ prevede che, al fine di evitare un'eccessiva fluttuazione nel valore del titolo appena quotato, il consorzio collochi sul mercato un quantitativo di azioni maggiore a quanto

⁶⁰ Questo di per sé non si verifica perennemente: possono esservi casi di IPO ove il consorzio e l'*underwriter* esauriscono la loro funzione una volta espletata la fase di *pricing* e *allocation* presso gli investitori primari. In questo caso si hanno pertanto due situazioni ben distinte e differenti tra l'IPO e la successiva negoziazione nel mercato secondario. Talvolta invece – come nel caso qui oggetto d'analisi – può verificarsi il contrario, poiché la figura dell'*underwriter*, e degli altri soggetti del sindacato, continua a giocare un ruolo fondamentale anche durante la fase *post* IPO.

⁶¹ Come si avrà modo di approfondire già in questo I capitolo, ma maggiormente nel II e III, questo elemento, che di per sé appare scontato per tutte le IPO indipendentemente dal contesto nazionale ove hanno luogo, non è in realtà così automatico. Nel contesto cinese ad esempio si è assistito a casi limite di IPO nei quali è intercorso anche un periodo di un anno e oltre tra il momento di allocazione delle azioni presso gli investitori e la loro successiva ammissione alla quotazione nei mercati ufficiali, con notevole danno per i soggetti coinvolti che si sono trovati intrappolati in una situazione priva di vie d'uscita. Per approfondimenti si prosegua nella lettura dell'elaborato.

⁶² Va tuttavia precisato che vi possono essere ulteriori funzioni *post* IPO espletate dal consorzio, che vanno quindi ad aggiungersi a quella stabilizzatoria qui in esame. Le stesse possono non essere esplicitamente dichiarate nel contratto, bensì implicite nelle condizioni, soprattutto quelle avente carattere economico, in termini di maggiori commissioni gravanti sull'emittente. Può infatti avvenire che il consorzio si impegni nell'*aftermarket* a i) svolgere un'attività di *market maker* così da assicurare un certo livello di liquidità al titolo; ii) assicurare all'impresa un *analyst coverage* anche dopo la delicata fase di prima quotazione, così da garantire uno stabile flusso informativo sulla società e iii) supportare l'impresa che si rivolga nuovamente al mercato finanziario per la raccolta di ulteriore capitale [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

⁶³ Nella fattispecie esistono tre forme di stabilizzazione riconosciute e previste ad oggi: lo *stabilizing* (o *pure stabilization*), la *syndicate covering transaction* (o *short covering*) e la *penalty bid*. Quella che in questa sede si intende approfondire è la seconda procedura, in base alla quale il consorzio assumerà una posizione corta da sanare successivamente. Per ulteriori approfondimenti sulle altre due tipologie, non oggetto di questa analisi, si veda Lombardo (2011), nello specifico pagg. 34 e ss.

preventivamente programmato, esercitando la cosiddetta opzione di *overallotment*, letteralmente sovrallocazione, concordata tra emittente e sindacato: così facendo lo stesso si ritroverà in una *short position* che potrà essere coperta in differenti modi, anche alla luce dell'andamento del prezzo dei titoli.

Qualora il valore di mercato degli stessi sia sceso al di sotto dell'*issue value*, ossia – anche alla luce di quanto spiegato all'inizio del presente capitolo – si assista ad un caso di *overpricing*, all'*underwriter* conviene coprire la sua posizione acquistando direttamente nel mercato, ossia ad un prezzo inferiore, e rivendendo al maggior prezzo prefissato. Ovviamente questa operazione, oltre che palesarsi quale altamente profittevole per il consorzio, consente allo stesso di adempiere alla sua funzione di stabilizzatore del prezzo, premendo sul lato della domanda ed impedendo quindi un collasso nel valore delle *Shares* emesse: infatti per coprire la sua posizione il sindacato sarà spinto ad acquistare una certa quantità di azioni nel mercato; in questa maniera il prezzo delle stesse sarà portato ad aumentare per applicazione dell'elementare meccanismo che guida l'andamento della domanda e dell'offerta [Lombardo (2011)].

Pur tuttavia fin qui si è considerato solo ed esclusivamente lo scenario favorevole, in base al quale il prezzo delle azioni subisce una flessione ribassista che può essere facilmente corretta. Qualora invece si verificasse il caso opposto, ossia si palesi il fenomeno dell'*Underpricing* o, detto in termini più comprensibili, il prezzo delle azioni negoziate raggiunga un valore maggiore rispetto a quello di prima emissione, procedere con il riacquisto azionario sarebbe una mossa altamente controproducente per l'*underwriter*, che, ciò nonostante, deve trovare una soluzione alternativa per coprire la posizione corta precedentemente assunta.

In tal senso si inserisce il concetto della *greenshoe option*, opportunità accordata nel contratto tra emittente e sindacato in base alla quale quest'ultimo è legittimato ad acquistare, durante un periodo massimo di trenta giorni dall'avvenuta IPO, fino ad un 15% di azioni in più sempre al prezzo di emissione⁶⁴.

⁶⁴ Il nome deriva dall'IPO della *Green Shoe Manufacturing Company* avvenuta nel 1963 e che, per la prima volta in assoluto, utilizzò questo meccanismo. Va detto che il limite del 15% è il risultato di un processo graduale: dal 1963 al 1983 infatti l'opzione era limitata al 10% delle azioni oggetto di sollecitazione all'investimento, solo a partire dall'agosto del 1983 si ebbe il balzo al 15%, livello al quale si colloca correntemente [Lombardo (2011)]; tuttavia in alcuni contesti vi possano essere accordi di altra natura in termini percentuali [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. Sull'argomento si veda anche Hansen, R.S.,

In questa maniera allo stesso viene data la possibilità di adempiere alla sua obbligazione senza però incorrere nelle perdite che sarebbero occorse qualora avesse dovuto acquistare le azioni al maggior prezzo di mercato.

Questa opportunità, oltre che fornire una valida via di fuga al sindacato che deve assolutamente far fronte alla sua *short position*, consente parimenti allo stesso di espletare la sua funzione di stabilizzatore del prezzo azionario, che in questo specifico caso è opposta alla situazione precedente: se, come si è verificato in questo scenario, il prezzo dei titoli ha raggiunto un livello tale da superare l'*issue price*, una maggiore offerta degli stessi attraverso l'esercizio dell'*overallocation* comporta – a parità di domanda – una riduzione del prezzo ad un livello ritenuto più accettabile.

Tuttavia va precisato che, come più volte rimarcato, questo servizio *post IPO* è fornito da *underwriter* e consorzio per un periodo limitato di tempo e qualora sia concessa la possibilità di esercitare l'opzione di sovrallocazione: ovviamente l'abilità di stabilizzare il prezzo delle azioni dipenderà tanto dagli estremi entro i quali questa opzione può essere esercitata (in termini percentuali), quanto dal periodo temporale entro il quale è concesso agire, normalmente nell'arco di una trentina di giorni successivi all'IPO, anche se le stesse condizioni potrebbero variare *ad hoc* [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. Una volta espletata tale funzione si arriva al momento di effettivo scioglimento del consorzio: se è vero che da un lato il servizio testé descritto aumenta l'incertezza circa l'effettivo valore monetario che verrà raccolto dall'IPO, concedendo la possibilità di emettere più di quanto originariamente preventivato, dall'altro lato permette di raggiungere un graduale equilibrio tra la domanda e l'offerta di quei titoli, consentendo parimenti una stabilizzazione del valore degli stessi attorno al *fair price*.

Questa procedura si è particolarmente diffusa a partire dagli Stati Uniti⁶⁵ fino a raggiungere altre nazioni e continenti: tuttavia permangono forti dubbi circa la sua legittimità tanto che le società che gestiscono le Borse valori, nonché le autorità preposte alla vigilanza, stanno contemplando la possibilità di sanzionare questa attività

Fuller, B.R., Janjigian, V., 1987. The Over-allotment option and Equity Financing Flotation Costs: an Empirical Investigation. *Financial Management*, 16(2), 24-32.

⁶⁵ Per precisione si tratta di una pratica stabilizzatoria disciplinata in via ufficiale a partire dal 1997 per volontà della SEC, ma ufficiosamente implementata ben prima, anche se per scopi differenti.

di stabilizzazione del prezzo perché considerata poco trasparente e parzialmente manipolativa del mercato: sostanzialmente si sta tentando di forzare il “sistema” [Aggarwal (2000a)].

1.3. METODI DI *PRICING* ED *ALLOCATION*

Le modalità che portano alla fissazione di un prezzo d’offerta sono molteplici e cruciali poiché dalle stesse, come più volte ribadito, deriva il maggiore o minore successo dell’IPO: in particolare nel relativo processo di determinazione del prezzo sono incorporati interessi contrastanti tali da influenzare il buon esito dell’operazione stessa.

L’*underwriter* infatti, che è il protagonista indiscusso in questa fase - nonostante agisca con il supporto dell’emittente - deve contestualmente accontentare una pluralità di soggetti, purtroppo portatori di interessi contrastanti: gli investitori, l’*issuer*, nonché la sua stessa clientela.

Va infatti ricordato che un’IPO condotta con successo è una cartina tornasole circa la reputazione ed il prestigio del *bookrunner*: qualora esso fissi un prezzo d’offerta troppo basso di sicuro avrà una soddisfacente adesione da parte degli investitori, che accorreranno per partecipare all’IPO. Questo gli eviterà l’imbarazzante situazione di avere dei titoli invenduti, i quali - secondo molti - sono sintomatici dell’inefficienza dell’operatore a svolgere le proprie funzioni, tuttavia contestualmente la sua azione andrà a danno dell’emittente che si ritroverà soggetto monetariamente insoddisfatto.

Quest’ultimo infatti soffrirà di una diluizione della proprietà senza però essere stato ricompensato con l’adeguata e cospicua raccolta di capitale sperata: tale evenienza metterà in luce l’*underwriter* per le sue scarse doti nella gestione del processo di quotazione, comportando per lo stesso una pessima vetrina in un’ottica di successive IPO, nonché di clienti e *deals* futuri.

In tal senso sarebbe sempre più conveniente per il *bookrunner* fissare un prezzo relativamente alto, cosicché, ipotizzando che in un mondo ideale la domanda venga completamente evasa, l’emittente risulterebbe estremamente soddisfatto del risultato, fungendo parallelamente anche da strumento di *marketing* per l’*underwriter* e aumentandone così il prestigio presso i potenziali usufruttori del servizio.

Inoltre, ricordando che il *gross spread* a ricompensa del suo operato viene calcolato come percentuale dei guadagni in sede di quotazione, maggiore è il prezzo di collocamento maggiore sarà la retribuzione corrisposta a quest'ultimo.

Purtroppo però nella tumultuosa realtà dei mercati finanziari si assiste a situazioni ben distanti da quella precedentemente descritta: *in primis* un prezzo troppo alto di emissione potrebbe direttamente gravare sulle spalle dell'*underwriter* che, nel caso abbia costituito un consorzio di tipo *firm commitment*, si vedrà quasi sicuramente costretto ad abbassare il valore dell'offerta nel disperato tentativo di liquidare la propria posizione, incorrendo così in una perdita notevole.

Diversamente, considerando l'altro scenario possibile, ossia la costituzione di un *best effort syndicate*, molto probabilmente si dovrà procedere con un ritiro massiccio dell'offerta, lasciando l'emittente completamente sprovvisto del capitale richiesto, e, parimenti, obbligando l'*underwriter* a non ricevere alcuna retribuzione per il servizio elargito [Ibbotson *et al.*(1988)].

Alla luce di quanto suddetto si evince come l'individuazione di un corretto prezzo di prima quotazione sia attività di per sé delicata ed insidiosa: è bene pertanto che l'*underwriter* si applichi al meglio in tal senso.

Tuttavia va considerato che, nonostante vengano condotte delle accurate indagini sia da parte dell'emittente che dell'*underwriter* per sondare l'interesse degli investitori e per individuare un prezzo corrispondente alla realtà, queste attività di per sé non sono sufficienti per raggiungere un risultato ragguardevolmente preciso: purtroppo infatti è impossibile conoscere l'effettiva reazione del mercato, considerando che le forze che lo governano rimangono, tutt'ora, non del tutto spiegabili.

Inoltre nel caso di prima quotazione, come dice il termine stesso, si sconta il fatto che non esiste una storia pregressa e accreditata dell'azienda e del valore dei suoi titoli: manca sostanzialmente un *trend* passato che possa facilitare l'elaborazione di dati attendibili per il futuro.

Alla luce di quanto appena riportato si vuole ora passare in rassegna i tre metodi di *issuing*, nell'ordine rispettivamente il *fixed price regime*, il *bookbuilding approach* e l'*auction method*, nei quali ci si può imbattere analizzando le differenti IPO: per

ciascuno di essi si analizzeranno i metodi di *pricing* e *allocation* eventualmente implementati⁶⁶.

1.3.1. Il regime del prezzo fisso

Partendo dal primo elencato, appunto il cosiddetto *fixed price regime*, esso palesa una situazione in cui il prezzo è stato precedentemente fissato in maniera arbitraria, ancor prima della raccolta di ordini da parte degli investitori, sia istituzionali che *retail*: per questo motivo non si incorre ovviamente in alcuna criticità per quel che concerne il *price discovery mechanism*, vale a dire le procedure che hanno portato alla determinazione di quel preciso valore⁶⁷: quella che qui va considerata è esclusivamente la fase di allocazione delle azioni, in particolare le modalità con cui la stessa viene condotta tra il pubblico di investitori interessati⁶⁸.

Nello specifico, qualora si abbia un numero di richieste inferiori a quanto offerto si procede direttamente assegnando le quantità effettivamente richieste a ciascuno dei soggetti coinvolti, senza il verificarsi di alcun razionamento.

Se invece - al contrario - si palesano casi di *oversubscription*, ossia il versante della domanda è notevolmente superiore a quello dell'offerta, diventa necessario implementare degli adeguati meccanismi di allocazione, non essendo possibile scremare la propria platea di investitori attraverso differenze nel prezzo d'offerta [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

In questa situazione le regole di *allocation* possono essere differenti:

⁶⁶ Va tuttavia specificato che in talune realtà nazionali si assiste sempre più frequentemente all'implementazione di meccanismi ibridi. Sul punto si veda Derrien&Womack (2003), Draho (2004), Sherman (2005). Inoltre l'utilizzo dell'avverbio "eventualmente" a ricordare che non sempre vengono utilizzate particolari procedure per l'allocazione dei titoli o per la determinazione del loro valore. Per chiarimenti su questa affermazione si veda il proseguo del paragrafo, soprattutto con riferimento al cosiddetto *fixed price offering method*, dove per l'appunto non viene implementata alcuna procedura per l'individuazione del prezzo, essendo lo stato già stato fissato.

⁶⁷ Si veda Derrien&Womack (2003) per quel che concerne tale metodo applicato al contesto francese: in tale nazione il prezzo viene decretato mediamente con una settimana d'anticipo rispetto l'effettiva IPO date, dopo una lunga negoziazione tra emittente ed *underwriter*. Le azioni vengono poi collocate secondo un sistema *pro-rata* sulla base delle offerte, indicanti la quantità, precedentemente presentate dagli investitori.

⁶⁸ In tal senso si registra che a questa tipologia di emissione, dove sostanzialmente lo sforzo maggiore si palesa solo ed esclusivamente in fase di allocazione, siano associati consorzi di tipo *best effort*, ossia i meno problematici per i suoi afferenti. Sul punto si veda Draho (2004) e Loughran *et al.* (2012).

1. vi possono essere casi in cui si mantiene un certo profilo di correttezza, applicando le cosiddette *fair rules*. Queste si sostanziano in un'allocazione di tipo *pro-rata* ossia si opta per accontentare le richieste di tutti gli intervenuti, entro certi limiti e non per la totalità, fino ad esaurimento dell'offerta. Tuttavia gli investitori, a conoscenza del meccanismo suddetto, potrebbero anticipare questa mossa e adottare un comportamento scorretto: potrebbero cioè far richiesta per una quantità ben superiore a quella effettivamente desiderata⁶⁹ cosicché, in sede di assegnazione delle quote azionarie, venga loro conferita la quantità realmente desiderata: sostanzialmente essi giocano a rialzo per avere in realtà quanto pianificato. Per evitare l'incalzare di questo comportamento distortivo e scorretto, conosciuto anche con il termine inglese di *overbidding* (letteralmente "eccesso di richieste"), sono stati tuttavia implementati nella prassi dei meccanismi limitanti: in alcune realtà è previsto che gli investitori interessati a partecipare attivamente all'offerta si impegnino concretamente in termini monetari versando un assegno che ricopri l'ammontare delle azioni richieste: quest'ultimo, per non vanificare la sua funzione di deterrente, viene normalmente incassato prima dell'effettivo processo di distribuzione delle quote, cosicché si palesi in un effettivo, e non solo ipotetico, esborso di denaro. Qualora, al termine del processo di allocazione, le richieste dell'investitore in questione non siano state completamente soddisfatte è compito dell'operatore rimborsare il cliente per l'ammontare non effettivamente allocato: si spera così, obbligando l'investitore ad impiegare direttamente proprie risorse monetarie, che lo stesso ponderi bene le sue richieste e che queste siano una veritiera rappresentazione dei suoi desideri [Jenkinson&Ljungqvist (2001)];
2. Fin qui si è ipotizzato l'utilizzo di meccanismi non discriminatori per allocare le azioni, conferendo a ciascun partecipante al sistema quanto giustamente gli spettava secondo un sistema appunto *pro-rata*. Tuttavia possono capitare casi nei quali vengono assegnate le azioni offerte secondo meccanismi non propriamente trasparenti: in alcune nazioni ad esempio, in fase di collocamento dei titoli, vengono privilegiati gli investitori *retail* che, come è risaputo, rappresentano l'anello debole e minoritario, e quindi normalmente non si

⁶⁹ Se si moltiplica questo singolo atteggiamento per la totalità degli investitori coinvolti si assisterebbe a casi di offerte sottoscritte pesantemente in eccesso (*over-subscribed offerings*).

presentano al mercato con un sovraccarico di richieste, poiché non sono nella posizione di agire in questo senso. Tale meccanismo discriminatorio è pensato non a caso per evitare il già citato fenomeno di *overbidding*, ma questa volta senza impiegare risorse monetarie: gli altri investitori infatti, consapevoli che le azioni verranno preferenzialmente assegnate a coloro che ne hanno fatto richieste limitate, appunto la controparte *retail*, non saranno incentivati ad esagerare in fase di domanda [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. Va tuttavia specificato che ci si può imbattere in situazioni ove a essere privilegiati non sono gli investitori *retail*, bensì soggetti ben più influenti quali figure afferenti al mondo politico. Da questa particolare allocazione, fortemente di comodo, l'emittente spera ovviamente di trarne un vantaggio, instaurando con questi soggetti tanto influenti una relazione di tipo *do ut des*. In particolare il contesto cinese si è dimostrato molto attivo in questo senso: molti autori [Chen Z. *et al.* (2007); Francis *et al.* (2009); Teshima&Suzuki (2008)]⁷⁰, attraverso i loro studi, hanno dimostrato come l'allocazione di IPO *Shares* a uomini di ragguardevole spessore e caratura politica non solo sia avvenuta frequentemente, ma si sia dimostrata quale strumento di mera corruzione, per il raggiungimento di scopi più che discutibili;

3. Infine possono sussistere casi estremi in cui non si adottano regole ragionate per allocare le azioni, bensì queste ultime vengono collocate secondo meccanismi casuali; il più delle volte attraverso un sistema basato sul principio della lotteria, ossia assegnando le quantità attraverso un meccanismo di mera estrazione [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Questo per quanto riguarda i differenti metodi di allocazione che si possono incontrare quando ci si imbatte nel *fixed price regime*.

Tuttavia, anche sulla base delle considerazioni suddette con riferimento a quanto sia critico individuare un congruo prezzo di emissione, recentemente sono state implementate tecniche alternative che considerino le effettive richieste dei clienti-investitori per determinare il prezzo finale e delle quali si tratterà nel sotto-paragrafo successivo.

⁷⁰ Per ulteriori approfondimenti si veda il III capitolo.

1.3.2. Il *bookbuilding approach*

Tale approccio è alla base del cosiddetto sistema del prezzo aperto o, in inglese, *open price system*, che in tempi recenti sta prendendo sempre più piede e che concede molto più spazio agli operatori del sistema.

In particolare la diffusione di questo regime di determinazione del prezzo di offerta avviene appunto attraverso il *bookbuilding approach*⁷¹, uno dei metodi di *price finding* più conosciuto e diffuso negli ultimi tempi [Lombardo (2011)].

In base a questo, il prezzo finale di emissione viene decretato a seguito di un processo di forte connessione tra i soggetti coinvolti [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]: nello specifico è la figura dell'*underwriter* a ricoprire un ruolo di spicco all'interno dell'intera procedura, avendo lo stesso piena discrezionalità in fase di allocazione e non solo⁷² [Derrien&Womack (2003)].

Gli investitori infatti esprimono, inoltrando delle proposte in cui esplicitano quantità e qualità dei titoli, il loro interesse verso l'offerta: questo permette *in primis* all'*underwriter*, ma anche all'emittente, di tracciare una curva di domanda per lo strumento oggetto di quell'offerta.

Partendo con ordine tale meccanismo può essere esemplificato in un percorso a quattro fasi:

1. *In primis* è previsto che l'*underwriter*, normalmente nella consueta veste della

⁷¹ Per approfondimenti su questo meccanismo si vedano anche Benveniste&Busaba (1997), Benveniste&Spindt (1989), Benveniste&Wilhelm (1990-1997), Sherman (2000), Sherman&Titman (2002). Va precisato che il metodo del *bookbuilding* ha iniziato a prendere piede in Europa a partire dagli anni '90, caratterizzandosi per un ritmo di adesione via via sempre più incalzante [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

⁷² Si prosegue nella lettura per approfondimenti circa tale aspetto. Solo ed esclusivamente in questa procedura si assiste ad una notevole influenza esercitata dall'*underwriter* sia in termini commerciali, che di *pricing* e di *allocation* [Derrien&Womack (2003)]. In particolare come descritto da Ritter nel suo *paper* (2003) l'*underwriter* che si trovi coinvolto nella procedura di *bookbuilding* può allocare discrezionalmente le azioni seguendo tre differenti modalità: la *Pitchbook view*, l'*Academic view* e la *Profit-sharing view*. Con riferimento alla prima tipologia essa si concretizza nell'allocazione preferenziale delle azioni a tutti quegli investitori istituzionali che probabilmente assumeranno un ruolo di *buy-and-hold investors* successivamente alla quotazione [Ritter (2003)]. L'*Academic view* fa invece riferimento al modello teorizzato da Benveniste&Spindt (1989) in base al quale l'allocazione dovrebbe avvenire prediligendo gli investitori che hanno onestamente rivelato la propria valutazione sul titolo oggetto di IPO. Infine la *Profit-sharing view*, come si evince dal nome stesso, si basa sull'idea che l'*underwriter* prediliga allocare *Hot IPO* in cambio della ricezione di commissioni: tanto maggiore sarà l'ammontare monetario perso in fase di IPO, tanto maggiore sarà il guadagno per l'*underwriter* in termini di commissioni. Per ulteriori approfondimenti in quest'ultimo senso si veda il modello teorizzato da Loughran&Ritter (2002-2004).

banca di investimento, stili una lista degli **investitori ammessi alla partecipazione**: questi verranno invitati a prendere parte alla procedura con modalità ufficiale⁷³. Consuetudine vuole che tale approccio coinvolga esclusivamente gli investitori istituzionali: i motivi per escludere la controparte *retail* sono infatti molteplici. In particolare si palesa un, non irrilevante, problema gestionale, oltre che di attendibilità: amministrare la pluralità di richieste rivenienti da questa categoria di investitori, spesso esigue nell'importo e neppure particolarmente rappresentative dell'effettivo valore aziendale⁷⁴, può costituire un problema non indifferente. Per questo motivo ci si affida soprattutto alla tipologia di investitori più professionali e qualificati, siano essi domestici e non: questi dispongono normalmente degli strumenti idonei per valutare un'impresa e decidere se investire in essa. Possiedono pertanto le capacità ed abilità per contribuire efficacemente, attraverso le loro offerte di acquisto, all'individuazione di una curva di domanda, anche se imprecisa;

2. Una volta individuati i soggetti ammessi alla procedura di *bookbuilding* è compito dell'*underwriter*, sempre di comune accordo con l'emittente, **individuare un intervallo di prezzo** entro il quale dovrebbe ricadere il prezzo finale di offerta⁷⁵ [Derrien&Womack (2003)];
3. Ciò detto si apre una delle fasi più delicate del processo, quella che permetterà di individuare l'effettivo prezzo di quotazione. Una volta infatti selezionati i soggetti ammessi all'offerta, ed individuato il relativo *price range*, prende avvio la fase di *marketing* (nella fattispecie i cosiddetti *road shows*, che infatti sono propri solo di questa tipologia di *issuing method*) durante la quale gli stessi

⁷³ In particolare è qui che entra in gioco in maniera preponderante il ruolo del consorzio, qualora sia stato istituito. I membri di questo sono infatti tenuti a svolgere un'attività strategica, nonché persuasiva, andando a coinvolgere in questo processo di selezione gli investitori più rilevanti e rappresentativi, tali da influenzare, con la loro presenza, la buona riuscita dell'intera operazione.

⁷⁴ E' infatti opinione comune che gli investitori del segmento *retail* siano, per loro stessa natura, meno informati delle controparti professionali: per questo motivo il loro contributo è il più delle volte considerato secondariamente, anche poiché potrebbe condurre a risultati distorti e a rappresentazione ingannevoli della realtà.

⁷⁵ L'utilizzo del condizionale non a caso: si sono infatti registrati casi di IPO, con riferimento al contesto americano, nei quali il prezzo finale di offerta si è in realtà collocato al di sopra o al di sotto del tetto massimo-minimo precedentemente individuato. Questo è avvenuto solo nel contesto US, patria per eccellenza del *bookbuilding*: nel contesto francese ad esempio Derrien&Womack (2003) non registrarono alcuna situazione in base alla quale il prezzo finale di offerta si fosse collocato al di fuori dell'intervallo precedentemente individuato. Lo stesso dicasi per la Germania [Aussenegg *et al.* (2003)]. Per approfondimenti si legga la continuazione del capitolo.

hanno la possibilità di **formulare** le loro richieste, inoltrando **offerte di acquisto** non vincolanti [Derrien&Womack (2003)]: sarà sulla base di queste che l'*underwriter* potrà, come ultimissimo *step* procedurale, individuare quantità e prezzo finale di emissione, quest'ultimo unico per tutti gli investitori, senza distinguo tra istituzionali o *retail*.

Tuttavia è bene considerare l'esistenza di differenti tipologie di offerta, più o meno informative in questo senso: ci si può infatti imbattere nelle cosiddette *strike bids* e nelle *limit bids*. Con riferimento alla prima categoria si tratta delle meno utili allo scopo, poiché l'investitore indica esclusivamente il quantitativo che si impegna ad acquistare, ma lascia la fissazione del prezzo all'*underwriter*, purché lo stesso ricada all'interno del *range* preliminarmente individuato: da questo tipo di offerte l'*underwriter* è in grado esclusivamente di tracciare una curva di domanda anelastica, quindi non molto utile [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Per quel che concerne invece la seconda tipologia, come si evince dal nome stesso, essa è decisamente più informativa poiché il cliente non solo indica la quantità, bensì anche il prezzo a cui si impegna ad acquistare quel quantitativo. Tecnicamente parlando è previsto che un singolo investitore possa presentare più di un'offerta, purché nel rispetto delle scadenze previste⁷⁶: queste vengono tutte raccolte nel cosiddetto *order book*, di cui si è parlato anche precedentemente, e forniranno la materia prima all'*underwriter* per individuare il prezzo finale di emissione, dopo aver abbozzato la curva di domanda⁷⁷;

4. L'ultimo *step* consiste per l'appunto nell'**individuazione del prezzo di offerta** a partire dalla raccolta degli ordini confluiti nell'*order book*. In realtà poco o nulla si sa circa le modalità effettivamente utilizzate per determinare questo valore

⁷⁶ Ci si riferisce al fatto che questa fase di raccolta delle offerte di acquisto nel *bookbuilding approach* può durare dagli 8 ai 10 giorni lavorativi [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. Durante questo intervallo temporale si innesca un rapporto tra investitori e *bookrunner* in base al quale i primi possono inserire e cancellare i propri ordini senza limitazioni, purché appunto nel rispetto delle tempistiche suddette. Alla luce di ciò si tratta quindi di un meccanismo in cui il prezzo viene decretato in maniera tutt'altro che dogmatica, bensì a seguito di un rapporto estremamente dinamico fra gli operatori del sistema.

⁷⁷ Nella prassi gli investitori sono soliti indicare come prezzo plausibile di acquisto un valore all'interno della forchetta preventivamente individuata. Tuttavia può capitare che questo intervallo sia inadeguato perché troppo elevato o viceversa: è in questo caso che l'*underwriter* può intervenire in maniera correttiva andando a modificare direttamente a rialzo o a ribasso il *range* suddetto. Per ulteriori approfondimenti sulle modalità di modifica e sugli *step* successivi da intraprendere si veda Jenkinson&Ljungqvist (2001), in particolare pag. 18.

così cruciale: sicuramente non si tratta del semplice prezzo di equilibrio risultante dall'incontro tra la domanda, appena tracciata, e l'offerta.

La banca di investimento procede in maniera differente, adottando altri particolari criteri che difficilmente sono resi noti⁷⁸, anche se è stato apertamente divulgato che la stessa, nella fissazione del prezzo, agisce nel bene degli investitori originali, in particolare nell'ottica di fargli percepire un guadagno considerevole [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Una volta che il prezzo è stato fissato non rimane che decretare un adeguato meccanismo di allocazione dei titoli⁷⁹: qui, diversamente da quanto descritto per il regime di *fixed price*, vengono applicate solo ed esclusivamente regole di tipo discrezionale; non residua spazio pertanto per le *fair rules*.

In particolare, come già precedentemente accennato, ricade nei poteri dell'*underwriter*, con il supporto della figura dell'emittente, decidere quali saranno i soggetti beneficiari di questo collocamento e quali saranno gli esclusi.

Questa notevole discrezionalità è stata spesso utilizzata in maniera strategica: *in primis* si è assistito a casi di allocazione in cui le azioni sono state preferenzialmente collocate presso quelle categorie di investitori ritenute più affini al profilo societario dell'impresa quotanda e con i quali la stessa aveva espresso il desiderio di iniziare questa avventura di prima quotazione.

In secondo luogo un quantitativo più considerevole di titoli può essere conferito a quei soggetti il cui contributo, in termini di ordini di acquisto informativi, è stato più rilevante per la determinazione della curva di domanda, quasi a costituire un'adeguata ricompensa a fronte di quest'utile rivelazione di informazioni.

⁷⁸ Gli *order books* che raccolgono le offerte di acquisto sono custoditi gelosamente dagli *underwriter* che li tengono lontani da occhi indiscreti. Questa impossibilità di accedere alla fonte primaria di informazioni non consente neppure di studiare i meccanismi implementati nella realtà per individuare l'*offering price*. Tuttavia un'eccezione è rappresentata dallo studio condotto da Cornelli&Goldreich (1999) a cui si rimanda: essi sono stati in grado di accedere ai criteri impiegati per 23 IPO condotte secondo il metodo del *bookbuilding*.

⁷⁹ Va ricordato che, come precedentemente affermato, le offerte di acquisto presentate non si qualificano quali legalmente vincolanti, almeno genericamente parlando. Tuttavia prima di procedere all'effettiva allocazione delle azioni tra i soggetti individuati è bene assicurarsi che gli stessi siano ancora disponibili ad onorare gli impegni presi in via ipotetica [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. Solo dopo questa fase, ed una volta individuato il prezzo di emissione, si potrà pubblicare il prospetto definitivo. Normalmente di lì a pochi giorni avranno avvio le negoziazioni ufficiali nei mercati regolamentati.

1.3.3. Il metodo d'asta

Infine si procede all'analisi del cosiddetto *auction method* che sostanzialmente si concretizza nel comune e molto conosciuto metodo d'asta: si tratta di un sistema nel quale, dopo aver fissato un prezzo soglia minimo sotto il quale non è ammissibile scendere, gli investitori coinvolti sono tenuti ad indicare la loro quantità ed il loro prezzo massimo: successivamente, sulla base delle differenti offerte raccolte, verrà decretato l'effettivo prezzo finale, tale da esaurire l'offerta disponibile [Draho (2004)]⁸⁰.

Come si evince questo sistema, sotto certi aspetti, ha degli elementi in condivisione con il sopraccitato *bookbuilding*⁸¹, poiché entrambe le procedure arrivano all'individuazione di un prezzo di emissione attraverso la rivelazione della domanda, ma dall'altro lato hanno anche molti elementi di notevole difformità [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Premesso che come per tutti gli *issuing methods* finora analizzati anche per l'*auction* vi sono differenti declinazioni⁸², la differenza sostanziale tra questo ed il precedente metodo risiede proprio nell'impostazione ed organizzazione della procedura.

Il metodo d'asta può infatti aver luogo tranquillamente senza l'intervento di soggetti esterni, ma sulla base di semplici sistemi informatici automatizzati che permettano l'incontro tra domanda e offerta, nel rispetto dei parametri di prezzo-quantità decretati

⁸⁰ Per ulteriori approfondimenti sull'argomento si veda Biais&Faugeron-Crouzet (2002) e Derrien&Womack (2003): quest'ultimi in particolare forniscono un chiaro schema temporale del suddetto metodo con riferimento al contesto francese. Un prezzo d'offerta minimo accettabile viene individuato di comune accordo tra l'*underwriter* e l'emittente generalmente una settimana prima dell'effettiva *IPO date*: questo fornirà il punto di partenza per raccogliere le differenti offerte in termini di quantità e prezzo proposte dagli investitori e tracciare successivamente una curva di domanda cumulativa rappresentativa le loro intenzioni. Sulle modalità di determinazione del prezzo finale d'asta si veda un esempio chiarificatore, tratto da Choi&Pritchard (2005), pag. 414. Per quel che concerne le declinazioni di questo sistema nel contesto italiano si veda anche la Rivista delle Società, 1986. Giuffrè Editore, Milano.

⁸¹ Non a caso in alcuni libri di testo è possibile imbattersi nell'espressione "[...] *bookbuilding or other auction-like methods* [...]" quasi ad indicare un'identità tra le due procedure. Come invece si avrà modo di specificare in questa sede i due metodi hanno delle affinità, ma anche notevoli differenze: Borsa Italiana S.p.A., nella sua Guida alla Quotazione rinvenibili nel sito *web* istituzionale (2001), si riferisce al metodo di *bookbuilding* utilizzando l'appellativo di "metodo d'asta imperfetto", espressione che di per sé enfatizza gli elementi in comune e non.

⁸² Si può infatti assistere a casi di *single price auction*, in base ai quali, come si evince dal nome stesso, tutti i partecipanti saranno tenuti a pagare il medesimo prezzo, o ad aste per le quali i proponenti saranno chiamati a rispondere per il prezzo effettivamente offerto. Queste ultime sono le c.d. *discriminatory price auction*, nome dovuto proprio al fatto che vengono fatte delle distinzioni tra i vari investitori.

da regole specificate *ex ante*: in questo caso si parla comunemente di *internet-based auction mechanism*, una realtà molto diffusa⁸³.

Contrariamente il *bookbuilding* è un processo tutt'altro che automatizzato; esso fonda il suo funzionamento su una pluralità di soggetti: *in primis* sul ruolo ricoperto dall'*underwriter*, soprattutto in sede di selezione degli investitori e di successiva fissazione del prezzo finale; in secondo luogo sul rapporto di intermediazione e di perenne dinamismo che si viene ad instaurare tra i diversi soggetti. Senza tali elementi questa procedura sarebbe destinata a scomparire definitivamente.

Va inoltre specificato che, a differenza di quanto avviene nel sistema d'asta e nel *fixed price regime*, la procedura di *bookbuilding* è l'unica, tra gli *issuing methods*, che consente all'*underwriter* di discriminare in fase di collocamento, trattando differenzialmente i diversi investitori: questa eventualità, ossia la possibilità di trattare favorevolmente taluni soggetti a discapito di altri allocando a questi un maggior numero di azioni, può essere utilizzata come adeguata ricompensa a favore di quegli investitori più informati che, per l'appunto, attraverso un'onestà e rappresentativa rivelazione della loro domanda, hanno contribuito all'identificazione di un prezzo il più equo e corretto possibile [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Inoltre la letteratura teorica, suffragata da quella empirica, ha dimostrato come il metodo di *price discovery* attuato attraverso il *bookbuilding* abbia consentito di ridurre l'*Underpricing*, poiché si basa su una maggiore condivisione di informazioni⁸⁴ [Lombardo (2011)].

⁸³ Storicamente parlando il metodo d'asta era ampiamente utilizzato nella metà degli anni '80 nel contesto anglosassone: irragionevolmente (si stanno ancora indagando le cause non trattandosi per certo di un cambiamento nella regolamentazione) di lì ad alcuni anni si è assistito ad un progressivo disuso dello stesso a favore di metodi alternativi [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. Tuttavia il contesto inglese non rappresenta la realtà globale e l'*auction method* permane ancora in molti paesi come il sistema più impiegato: ad esempio in Giappone lo stesso è stato reso obbligatorio dal 1990 al 1997 per evitare il verificarsi di scandali come avvenuto invece in passato. Le ragioni sottostanti la predilezione per l'uno o l'altro sistema vanno ricercate nelle caratteristiche istituzionali, regolamentari e finanziarie del contesto sotto analisi. Proprio a questo scopo è stato scritto il II capitolo, al fine di fornire una panoramica sui meccanismi generali che governano la realtà cinese, protagonista indiscussa del resto dell'elaborato.

⁸⁴ Per ulteriori approfondimenti circa il metodo sopra citato, nonché sulla letteratura a partire dalla quale viene fatta questa constatazione si vedano rispettivamente il III capitolo.

Le ragioni suddette sono le cause per le quali tale sistema (il *bookbuilding*) è considerato tra i più efficienti in termini di fissazione del prezzo d'offerta, oltre che essere effettivamente quello più diffuso a livello mondiale⁸⁵.

Vanno tuttavia riportate talune differenze di natura geografica con riguardo al mercato delle IPO e alle differenti modalità di applicazione della procedura di *bookbuilding*.

Nel suo *paper* Ritter (2003) oltre a riconoscere una fiorente proliferare in Europa di piattaforme di negoziazione conosciute sotto il nome unico di *Euro NM Markets*⁸⁶, sottolineò la diffusione nel Vecchio Continente della procedura del *bookbuilding* a partire - come già detto - dagli anni '90.

Moltissimi sono stati gli studi che hanno cercato di indagare le cause sottostanti l'abbandono del meccanismo del prezzo fisso o dell'asta a favore, dell'ormai molto più diffuso, sistema del *bookbuilding*⁸⁷ [Biais&Faugeron-Crouzet (2002), Ljungqvist *et al.* (2003), Sherman (2000)].

⁸⁵ Si veda Lombardo (2011) e Wilhelm Jr (2005). In tal senso rimane curioso il caso di Google Inc., che, azienda americana quotata nel 2004 (Nasdaq), ha stranamente preferito adottare il metodo d'asta *online*. Si veda su questo specifico *case study* quanto riportato da Hensel (2005).

⁸⁶ Solo per citare i più rappresentativi nel 1997 in Germania si assistette alla creazione del *Neuer Markt* che si prefiggeva di invogliare alla quotazione tutte quelle imprese ad alto potenziale di sviluppo e crescita. A seguire l'esempio della vicina Germania non hanno tardato anche Italia e Francia che, rispettivamente, hanno dato vita al Nuovo Mercato e al *Nouveau Marché*. Tuttavia già nel 2002 si assistette ad una chiusura del primo nato, alla quale succedettero, quasi in un effetto domino, anche quelle delle altre sedi di negoziazione pur di recente costituzione. Nello specifico, volgendo l'interesse al contesto nazionale, nel 2005 Borsa Italiana optò per congedare il listino delle società innovative con alto potenziale di sviluppo, sostituito dal cosiddetto Mtax che successivamente venne accorpato nell'MTA [www.borsaitaliana.it].

⁸⁷ In tal senso il contesto francese si è rivelato terreno fertile di indagine [Biais&Faugeron-Crouzet (2002), Derrien&Womack (2003), Vandemaele (2003)] rappresentando un'arena nella quale erano contemporaneamente presenti tutti e tre gli *issuing methods* e nella quale la scelta tra l'uno o l'altro sistema era assolutamente libera e svincolata da alcun tipo di imposizione: erano i soggetti direttamente coinvolti nel processo di quotazione gli unici tenuti a decidere quale metodo utilizzare. Tale decisione veniva normalmente presa preliminarmente alla pubblicazione dei documenti necessari per avviare un'IPO. Tra il 1992 ed il 1998 vennero individuati nel contesto finanziario francese la coesistenza della procedura di offerta a prezzo fisso nella veste di *offre à prix ferme*, del metodo d'asta definito anche *offre à prix minimal* ed infine il *placement garanti* molto simile al *bookbuilding* di stampo americano [Biais&Faugeron (2002), Derrien&Womack (2003), Vandemaele (2003)]. Da tale studio emerse che, coerentemente con quanto sostenuto negli studi di Biais *et al.* (2002), il metodo d'asta era il migliore in termini di controllo dell'*Underpricing* e di riduzione della volatilità dello stesso nelle fasi di *hot markets*. Al contrario l'analisi condotta da Loughran *et al.* (1994) dimostrò che il metodo del prezzo fisso conduceva irrimediabilmente ad alti livelli di *Underpricing*: questa constatazione aveva già trovato precedente riscontro in uno studio condotto da Welch (1992) il quale fu in grado di dimostrare empiricamente che il sistema del prezzo fisso applicato per alcune IPO europee poteva comportare il verificarsi del fenomeno delle *information cascades* e che, alla luce di questa constatazione, le imprese sottoprezzavano volutamente le proprie azioni così da creare un contesto favorevole, nonché rafforzare l'opinione degli investitori circa la figura dell'emittente. Per ulteriore dettaglio circa la teoria dell'*information cascades* si prosegue nella lettura del III capitolo.

In tal senso va precisato che, a differenza del Vecchio Continente, ove vi sono stati periodi di coesistenza dei tre differenti *issuing methods*, il panorama americano ha visto prevalentemente - e fin dal principio - l'affermazione del metodo del *bookbuilding*⁸⁸ [Derrien&Womack (2003)].

A tal riguardo gli studi che si sono concentrati esclusivamente sugli Stati Uniti non hanno presentato un'accurata indagine di confronto tra metodi differenti, non essendo quest'ultimo possibile: tuttavia è stato dimostrato da accurati studi empirici [Benveniste&Spindt (1989)], che tale procedura, nella sua configurazione tipicamente americana, era particolarmente efficiente poiché induceva gli investitori a rivelare onestamente le proprie idee circa la qualità dell'emittente.

Sulla scia dell'influenza US anche l'Europa iniziò gradualmente ad adottare un metodo di emissione estremamente simile all'esempio d'oltre oceano, pur tuttavia con alcune peculiarità.

Il contesto statunitense prevede normalmente [Ritter (2003)] la determinazione di un *price range* precedentemente all'inizio del *road show*: questo intervallo di prezzo, che normalmente differisce per non più di due dollari, può subire delle ulteriori e successive modifiche qualora sia ritenuto necessario sulla base delle richieste rinvenute da parte degli investitori istituzionali in fase di raccolta delle informazioni.

Al di là di questa mera precisazione l'effettivo prezzo finale di offerta viene normalmente stabilito in un ammontare maggiorato fino ad un massimo del 20% in rialzo o in ribasso rispetto all'ultimo *price range* decretato⁸⁹ [Ritter (2003)].

⁸⁸ In questo senso va precisato che quando ci si riferisce al *bookbuilding approach* ci si può imbattere in due modalità di emissione dei titoli leggermente difformi: da un lato vi è il *bookbuilding* classico di stampo US, dall'altro ci si può riferire ad una procedura che si colloca a metà strada fra il metodo del prezzo fisso ed il *bookbuilding*. Questo poiché vengono applicate le classiche regole di *pricing* e di *allocation* tipiche del *bookbuilding* eccezion fatta per una piccola porzione di azioni, le sole destinate al pubblico *retail*, le quali vengono allocate utilizzando la tecnica del prezzo fisso seppur al prezzo individuato con il *bookbuilding* [Derrien&Womack (2003)]. Alla luce di quanto testè detto le due procedure differiscono di poco sul versante del *price setting*.

⁸⁹ Loughran&Ritter (2002) riportano alcuni dati interessanti per quel che concerne la procedura di *bookbuilding* americana: secondo i loro studi il prezzo finale di offerta si posizionava all'interno dell'intervallo di prezzo originariamente stabilito circa nel 50% dei casi. Per quel che concerne l'altra metà è emerso che nel 25% dei casi lo stesso si collocava al di sopra dell'intervallo, nel restante 25% al di sotto.

Diversamente, Aussenegg *et al.* (2003) con riferimento al contesto delle IPO tedesche, riscontrarono alcune differenze sostanziali nelle modalità di esecuzione del *bookbuilding* europeo.

In primis con riferimento alle tempistiche di determinazione del *price range* che, normalmente, avveniva a *bookbuilding* già avviato; in secondo luogo nell'ammontare stesso dell'intervallo di prezzo che, nella maggioranza dei casi, superava i due euro, contrariamente al contesto americano.

Pur tuttavia dallo studio di casi di IPO avvenute nei mercati finanziari tedeschi, ma non solo [Ljungqvist *et al.* (2003)], è emerso che il prezzo finale non si è mai collocato al di sopra del tetto massimo previsto dall'intervallo originariamente decretato: quest'ultima eventualità rimane esclusivamente rinvenibile nel contesto US.

Parallelamente va sottolineata un'ulteriore differenza nelle modalità attuative del *Going Public Process*: mentre negli Stati Uniti è imposto il cosiddetto *Quiet Period* (a volte anche indicato con l'appellativo *Waiting period* o *Cooling-off period*), l'Europa non è altrettanto restrittiva.

Nella fattispecie si tratta di un periodo di 40 giorni⁹⁰ - successivi all'effettiva quotazione - durante i quali non è concesso agli analisti affiliati con l'emittente rilasciare alcun parere o predisporre *reports* riguardanti il titolo appena quotato [Ritter (2003)].

Questo poiché si ritiene che tutte le informazioni davvero rilevanti circa lo stato di salute dell'impresa debbano essere già state presentate in fase di predisposizione dei documenti necessari alla quotazione, in particolare nel prospetto informativo: per tale motivo ulteriori aggiunte sono ritenute del tutto irrilevanti, nonché esclusivamente atte a modificare artificialmente l'andamento del titolo [Ritter (2003)].

Contrariamente, la situazione nel Vecchio Continente lascia notevole libertà in questo senso ammettendo la divulgazione di informazioni e la predisposizione di *research reports* tanto agli analisti affiliati che a quelli non indicati dall'*underwriter* [Ritter (2003)].

1.4. METODI DI VALUTAZIONE DEL VALORE AZIENDALE

⁹⁰ Prima del 2002 si trattava di un periodo di 25 giorni immediatamente successivi all'*IPO date*. Dopo tale anno si è preferito allungare il periodo a 40 giorni per motivi precauzionali.

Come finora affermato, in fase di IPO uno degli elementi in assoluto più cruciali risiede proprio nella giusta e corretta determinazione del prezzo di offerta, fondamentale per il successo dell'operazione di quotazione sia in termini di capitale raccolto che di immagine dell'impresa quotanda.

In tal senso si vuole qui dare una breve panoramica⁹¹ circa i differenti metodi di valutazione che possono essere implementati per valutare il valore di un'impresa e, conseguentemente, anche il prezzo delle azioni che, nella situazione sotto analisi, la stessa si accinge ad emettere.

Va infatti precisato che, proprio a causa dell'imminente quotazione in un mercato regolamentato, il valore di un'impresa potrebbe notevolmente differire in fase di *switching* da soggetto privato a pubblico [Draho (2004)]: per tale motivo in questa sede non solo si passeranno in rassegna i differenti metodi di *valuation* più comunemente utilizzati e conosciuti dalla comunità finanziaria, ma se ne darà una lettura proprio in un'ottica di quotazione.

In fase di implementazione dell'uno o dell'altro metodo di valutazione dell'*equity* aziendale ciò in cui ci si imbatte generalmente è una situazione di *trade-off* tra la semplicità insita in alcune procedure, estremamente facili da implementare ma altresì molto deboli alle radici, o modelli teoricamente ineccepibili, ma al contempo costosi ed elaborati da attuare: diventa pertanto problematico individuare la giusta strada percorribile, che riesca a bilanciare questi due aspetti contrastanti [Draho (2004)].

⁹¹ Non è infatti obiettivo di questo elaborato soffermarsi eccessivamente sulle tecniche e modalità usate dalla comunità finanziaria per la determinazione del valore aziendale, né tanto meno soffermarsi sulla validità teorica o sulle modalità pratiche di implementazione dell'uno o dell'altro metodo: eventuali aspetti critici e tecnici potranno essere rinvenuti facendo diretto riferimento a Borsa Italiana S.p.A., 2004. Guida alla Quotazione. Disponibile su <www.borsaitaliana.it>. Altresì si può fare riferimento a Draho (2004), in particolare al capitolo VIII che esplicita, con grande cura e meticolosità, i differenti sistemi di valutazione, anche alla luce dell'imminente prima quotazione. Un'ottima panoramica in questo senso viene fornita anche da Riva, A., 2008. Valutazione aziendale e strategia. Aracne Editrice S.r.l., Roma. Si vedano inoltre Benninga&Sarig (1997), Damadaran (2002), Penman (2000) e Weisman (1999). Si vedano inoltre Goedhart *et al.* (2010) e Pozzoli (2013) e per una panoramica approfondita del fenomeno di *Enterprise Valuation*.

Concretamente parlando nella *financial community* i metodi di valutazione in assoluto più utilizzati sono il sistema dei flussi di cassa futuri attualizzati (*Discounted Cash Flow*), il metodo dei multipli di mercato e l'EVA[®] (*Economic Value Added*)⁹².

1.4.1. Il metodo dei flussi di cassa futuri attualizzati

Partendo dal primo metodo elencato (DCF) non solo si tratta di uno dei metodi più diffusi ed accreditati in ambito finanziario, ma anche tra i più razionali ed esaurienti nella definizione di un valore aziendale appropriato⁹³: in particolare esso si concretizza nel calcolo del valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che l'azienda sarà in grado di produrre in futuro⁹⁴ (*Operating Free Cash Flows*), attualizzati utilizzando un appropriato tasso di sconto pari al costo medio ponderato del capitale per quella specifica impresa, rappresentativo sia del suo rischio finanziario che di quello operativo (c.d. *Weighted Average Cost of Capital* o WACC).

Questo metodo si concretizza nell'individuazione di due differenti finestre temporali: da un lato esso si basa sull'individuazione accurata dei flussi di cassa durante un periodo cosiddetto di previsione analitica, normalmente non eccessivamente prolungato per non

⁹² L'utilizzo del simbolo rappresentativo il diritto d'autore poiché si tratta di un marchio registrato dalla società di consulenza statunitense Stern&Steward che alla fine degli anni '80 ideò tale modello: tuttavia bisognerà attendere gli anni '90 per assistere ad una sua effettiva implementazione, dopo aver operato una definizione più approfondita. Per ulteriori approfondimenti si veda Stern&Shiely (2001). Tuttavia va precisato che, nonostante i tre metodi suddetti siano effettivamente i più conosciuti e diffusi nella comunità finanziaria, non sono comunque gli unici esistenti: ad esempio soprattutto in passato non si riteneva appropriato guardare ai flussi di cassa per decretare il valore di un'impresa. Al contrario si riteneva fonte di informazioni molto più solida e concreta la valutazione basata sulla determinazione analitica del valore degli *assets* dell'azienda – qualora si volesse adottare un'ottica di tipo patrimoniale (metodo patrimoniale) – o, guardando ai dati sintetizzati nel conto economico, che si fondasse sulla determinazione del risultato economico normalizzato (metodo reddituale). Infine, come spesso accade in queste realtà, presero forma anche metodi di valutazione ibridi, tali da coniugare caratteristiche ed elementi precipui dell'una e dell'altra procedura (patrimoniale-reddituale). Per ulteriori approfondimenti su questo punto si veda Borsa Italiana S.p.A. (2004), in particolare pag. 11 e ss.

⁹³ Tuttavia va precisato che, nonostante sia effettivamente uno dei metodi più conosciuti e applicati nella realtà finanziaria, esiste una variante allo stesso che prende il nome di *Residual Income Model* (RIM) e che si sviluppa a partire dalla criticità insita nel *DCF Model*, prima fra tutti la matrice contabile dei dati circa i flussi di cassa. Per ulteriori approfondimenti su questa versione alternativa si veda Draho (2004).

⁹⁴ Per chiarimenti circa il calcolo di questi flussi di cassa operativi netti si veda Borsa Italiana S.p.A. (2004). A grandi linee per la loro determinazione si deve procedere individuando, a partire dal Conto Economico, il valore dell'EBIT: a questo vanno sottratte le imposte sul reddito operativo (da qui si ottiene il NOPAT), aggiunti eventuali ammortamenti ed accantonamenti poiché non costituiscono effettive voci monetarie, sottratte le spese in conto capitale (c.d. CAPEX) nonché le eventuali variazioni nel capitale circolante netto registrate tra un periodo temporale e l'altro. Questo permetterà di individuare gli effettivi flussi di cassa operativi netti dai quali si partirà per determinare successivamente l'*Enterprise Value*, e, se è questo il caso in analisi, il relativo prezzo di emissione dell'impresa quotanda.

incorrere in inesattezze (nella prassi si tende ad individuare periodi di 5-10 anni, non superiori).

Dall'altro versante si è perfettamente consapevoli che, una volta terminato questo periodo previsionale, l'impresa – auspicabilmente – continuerà comunque ad essere operativa e a produrre ricchezza: in questo senso diventa quindi essenziale determinare anche un valore finale (V_f) della stessa, corrispondente al valore attuale dei flussi di cassa operativi che l'impresa sarà in grado di generare in un periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione [Borsa Italiana S.p.A. (2004)].

Di seguito la formula operativa, considerati tutti gli elementi sopraccitati, che permette di determinare il valore dell'*Enterprise Value*, ossia dell'impresa nella sua interezza, includendo capitalizzazione e posizione finanziari netta:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + V_f$$

Fonte: Borsa Italiana S.p.A., 2004. Guida alla Valutazione.

In particolare per procedere nel calcolo di un adeguato e coerente valore terminale (V_f), si applicherà la formula della rendita perpetua allo stesso ipotizzando inoltre che il flusso di cassa operativo netto calcolato nell'ultimo anno del periodo previsionale ($OFCF_n$) cresca al un tasso costante "g": una volta individuato questo valore lo stesso deve essere attualizzato come da prassi utilizzando la consueta formula del WACC. Di seguito la formula completa per il valore terminale [Borsa Italiana S.p.A. (2004)]:

$$V_f = \frac{OFCF_n \times (1+g)}{WACC - g} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Fonte: Borsa Italiana S.p.A., 2004. Guida alla Valutazione.

Come si evince dalla descrizione - seppur sintetica - di tale metodo, nell'applicazione delle differenti formule si può incorrere in notevoli criticità, derivanti in particolar modo dalla difficoltà di effettuare previsioni il più possibile attendibili e di ottenere quindi dati finanziari prospettici realistici.

A questo va inoltre sommata la difficoltà insita nell'individuare un orizzonte temporale coerente, nonché nel determinare tutti i dati necessari all'esecuzione dei calcoli⁹⁵: complessivamente parlando si tratta di caratteristiche di parziale inapplicabilità pratica che rendono tale metodo poco fruibile soprattutto per le IPO.

Lo stesso tasso di crescita "g", utilizzato nell'ambito della determinazione del valore finale dell'impresa, gioca un ruolo fondamentale: minime oscillazioni nel valore di questo possono impattare pesantemente sul risultato finale, in maniera esponenziale; da qui la necessità di procedere con immensa cautela e precisione.

1.4.2. Il metodo dei multipli di mercato

Si tratta di uno dei metodi comunemente più utilizzati, soprattutto in sede di prima quotazione, sia per ragioni attinenti la rapidità ed immediatezza nel calcolo del valore desiderato, sia per la sua semplicità di implementazione⁹⁶.

In particolare si tratta di un approccio che esula completamente da lunghe ed articolate formule matematiche, come invece accade per il metodo del DCF, ed in base al quale si riesce a calcolare il valore della società quotanda – e quindi anche delle azioni oggetto di prima emissione – semplicemente confrontando la stessa con società simili, già presenti nel mercato regolamentato, ed affini all'emittente sulla base di caratteristiche attinenti la rischiosità, la profittabilità, le opportunità di crescita, la dimensione dell'impresa ed il settore industriale di appartenenza⁹⁷ [Borsa Italiana S.p.A. (2004)].

⁹⁵ Una panoramica estremamente dettagliata dei punti deboli di questa procedura di determinazione del valore aziendale è disponibile in Borsa Italiana S.p.A. (2004). In questa Guida alla Valutazione vengono passati in rassegna tutti i possibili problemi di applicazione della stessa. Già a partire dalla determinazione del valore del WACC, ossia del tasso di sconto per il calcolo del valore attuale, è necessario individuare il corretto costo del capitale proprio, che a sua volta necessita dell'implementazione del modello del CAPM [Sharpe (1964)]. Tuttavia per procedere in questa direzione si deve individuare un beta che sia coerente con il livello di rischiosità dell'impresa oggetto di analisi: non essendo questo dato direttamente disponibile spesso si calcola il beta rappresentativo per quello specifico settore come media dei beta delle differenti società quotate. Per ulteriori chiarimenti si veda appunto la Guida alla Valutazione sopracitata.

⁹⁶ Alcuni professionisti sono invece del parere che si tratti di un mero metodo di controllo, che deve cioè supportare la determinazione del valore già effettuata precedentemente attraverso un'altra procedura, come si trattasse di un *double check* [Borsa Italiana S.p.A. (2004)].

⁹⁷ Non sempre questo è possibile; possono infatti esservi delle situazioni nelle quali si riesce a trovare corrispondenza entro certi limiti, ma non con riferimento a ciascuna delle caratteristiche sopra elencate. In tal caso, poiché diventa comunque necessario procedere all'individuazione di aziende comparabili, è fondamentale individuare quali siano i tratti ritenuti più significativi nella selezione e procedere coerentemente secondo il nuovo criterio stabilito [Borsa Italiana S.p.A. (2004)].

Dette società sono anche conosciute nel linguaggio tecnico con l'appellativo di *comps* o di *peer companies*.

Nella sostanza questo metodo prevede che, a seguito dell'individuazione delle adeguate società comparabili, per ciascuna di queste vengano calcolati degli opportuni multipli: questi in particolare sono determinati come rapporto tra grandezze a valori di mercato e grandezze contabili delle stesse⁹⁸.

Una volta che, per ciascuna *peer company* si è proceduto all'individuazione del valore di *ratio*, si procede individuando il valore medio di settore: questo verrà successivamente applicato come moltiplicatore alla corrispondente grandezza della società oggetto di valutazione, sia essa di natura economica, patrimoniale o finanziaria, così da individuare un *range* di valori entro il quale può posizionarsi l'*offering price* dell'emittente, obiettivo finale dell'applicazione di tale metodo.

Tuttavia questa procedura, estremamente intuitiva e di pressoché immediata implementazione, è stata tacciata di essere eccessivamente approssimativa, visto la notevole soggettività che la caratterizza, ed al contempo di fondarsi eccessivamente su un elemento spesso poco concretizzabile quale l'individuazione di un campione rappresentativo di *peer companies*.

⁹⁸ Per la determinazione di questi *ratios* è infatti necessario procedere *in primis* individuando delle grandezze di natura borsistica che andranno a costituire il numeratore nel rapporto, quale ad esempio il prezzo di negoziazione delle azioni di quella specifica *peer company* (P) o l'*Enterprise Value* della stessa (EV), vale a dire la somma tra la sua capitalizzazione di mercato e la sua posizione finanziaria netta. Secondariamente, per il valore a denominatore, è prevista l'individuazione di una grandezza più prettamente di natura economica, finanziaria o patrimoniale, quale ad esempio l'Utile per Azione, anche conosciuto con la sigla inglese di EPS (*Earnings Per Share*), l'EBIT o l'EBITDA. In tal senso esistono una pluralità di multipli utilizzati nella prassi qualora ci si accinga a valutare un'azienda: tra i più conosciuti ed utilizzati su scala globale si hanno l' EV/EBITDA, l'EV/EBIT, l'EV/VENDITE nonché il super inflazionato P/E, quest'ultimo dato appunto dal rapporto tra il prezzo di negoziazione dell'azione e l'EPS dell'azienda sotto analisi. Va comunque precisato che sempre più spesso si assiste a casi in cui tali multipli non vengono utilizzati *tout court*, bensì vengono parzialmente rettificati o normalizzati per depurarli da eventuali distorsioni di natura fiscale o legati a particolari politiche di bilancio attuate. Inoltre, sempre al fine di rendere il loro contributo il meno fuorviante e distorsivo possibile, sempre più spesso si predilige l'EV/EBITDA all'EV/EBIT: il secondo è infatti calcolato sulla base di voci di natura più discrezionale (è al netto di ammortamenti ed accantonamenti) e quindi è più incline ad incorporare errori valutativi [Borsa Italiana S.p.A. (2004)]. Oltre a questo delicato aspetto che va tenuto debitamente in considerazione, anche il fattore temporale non va tralasciato: normalmente i multipli vengono calcolati sulla base dell'anno corrente e del successivo, quindi in un'ottica di *forecasting* (si parla rispettivamente di *trailing* e di *leading multiples*); tuttavia si può procedere diversamente qualora vi siano delle particolari ragioni che giustificano tale scelta [Borsa Italiana S.p.A. (2004)].

La scelta del giusto campione di riferimento incorpora l'accuratezza e l'attendibilità che caratterizzeranno il successivo processo di *price discovery*: considerando che non sempre è possibile individuare aziende che rispecchino appieno tutte le caratteristiche dell'emittente, spesso si utilizzano criteri di selezione per i quali è sufficiente una parziale affinità. Vi sono stati ad esempio casi nei quali, al fine di determinare il valore di una determinata azienda, in fase di selezione delle *comps* si è prestato attenzione solo ed esclusivamente al settore industriale di appartenenza, indipendentemente dalle caratteristiche dimensionali o dai dati economici.

Altresì si sono verificate situazioni nelle quali si è preferito guardare prevalentemente all'aspetto qualitativo, al fine di individuare un campione che, sebbene non altrettanto numeroso come nel caso precedente, includesse solo ed esclusivamente quelli che erano considerati dall'impresa quotanda i suoi veri *competitors*, anche se si trattava di un campione di numerosità spesso esigua.

Infine in casi limite, dettati dalla totale assenza di imprese simili per settore o caratteristiche operative, si è proceduto utilizzando multipli generici, individuati a livello di intero mercato, o multipli di imprese quotate di recente: in quest'ultimo caso l'unico elemento di condivisione era quindi essere state anch'esse oggetto di un'IPO nel breve termine.

Va inoltre precisato che, anche ammesso che tale difficoltà in fase di individuazione delle *peer companies* venga superata brillantemente, ulteriori problemi subentrano nella fase successiva: le stesse aziende comparabili, ai cui dati si attinge per l'individuazione di un multiplo medio rappresentativo del settore, possono infatti presentare dei valori per il calcolo dei rispettivi *ratios* già di partenza corrotti, per ragioni di varia natura [Draho (2004)].

L'emittente inoltre, attraverso questo metodo, può facilmente modificare i valori finali ottenuti volgendo a proprio vantaggio; inoltre questa stessa procedura agisce per sommi capi, senza considerare l'effettivo profilo di rischio specifico per quella determinata impresa e quindi tralasciando uno degli aspetti più importanti in sede di valutazione della società [Draho (2004)].

1.4.3. EVA[®]: il metodo dell'*Economic Value Added*

Metodo implementato da una nota società americana di consulenza a partire dagli anni '80, e della quale si è già accennato in nota alle prime righe di questo paragrafo, questa procedura fece il suo ingresso nel panorama dei metodi di valutazione d'azienda differenziandosi per il suo carattere estremamente innovativo, offrendo quindi una valida alternativa rispetto al più standardizzato sistema dei flussi di cassa operativi attualizzati (DCF)⁹⁹.

L'EVA[®], che sostanzialmente altro non è se non un indicatore della *performance* aziendale, viene anche definito nel gergo tecnico quale “profitto economico” e si prefigge l'obiettivo di individuare l'*extra* valore prodotto dall'impresa a favore degli azionisti: come facilmente intuibile dal nome stesso quello che si vuole individuare implementando questo metodo è quanto residua in termini di profitto una volta che il costo del capitale investito – utilizzato appunto per raggiungere quel determinato risultato economico – viene dedotto¹⁰⁰.

Si tratta verosimilmente di una misura di *performance* che maggiormente si avvicina alla vera ricchezza prodotta dall'azienda, in termini non tanto di profitto contabile, quanto di valore economico effettivamente conseguito: alla base infatti di tale metodo vi è l'idea che l'impresa, oltre a coprire i costi di competenza con i ricavi conseguiti, debba anche parimenti i) essere in grado di remunerare il rischio sopportato dai differenti *stakeholders* coinvolti, e ii) riuscire a ripagare gli interessi sul capitale investito.

Solo in questo caso si può parlare di un'azienda che ha effettivamente creato valore economico: per questo motivo bisogna diffidare dalla mera lettura del dato contabile, poiché vi possono essere casi di aziende che hanno effettivamente conseguito,

⁹⁹ L'elemento scatenante la creazione del metodo EVA[®], che portò alla sua successiva elaborazione, fu la totale consapevolezza che misurare il valore di un'azienda - in termini di *performance* - affidandosi solo ed esclusivamente a delle mere scritture contabili poteva essere limitante e portare a risultati scorretti. Come è noto infatti l'*accounting value* delle poste iscritte a bilancio è caratterizzato da eccessiva prudenza (in tal senso si veda l'art. 2423 *bis* del Codice Civile circa i principi da seguire in fase di redazione del Bilancio d'Esercizio) nonché da incompletezza. Fu alla luce di queste considerazioni che si ritenne doveroso intervenire con l'implementazione di un metodo valutativo alternativo, appunto l'EVA[®].

¹⁰⁰ Si veda Stern&Shiley (2001).

contabilmente parlando, un profitto, ma che nella realtà dei fatti hanno in realtà distrutto valore.

In termini matematici quanto suddetto può essere facilmente riassunto attraverso la seguente formula in base alla quale al NOPAT, sigla inglese di reddito operativo al netto delle tasse, viene dedotto il costo rappresentativo la remunerazione del capitale investito (WACC*CE):

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CE)^{15}$$

Fonte: Borsa Italiana S.p.A., 2004. Guida alla Valutazione.

In questa scrittura la sigla CE sta ad indicare il cosiddetto *Capital Employed*, ossia il capitale investito netto risultante dall'ultimo bilancio. Si sta pertanto cercando di capire se il reddito aziendale generato dalla sola gestione operativa (al lordo degli oneri finanziari che non sono qui oggetto di interesse) sia in grado di fronteggiare il costo del capitale affrontato dall'azienda, sia con riferimento al capitale proprio che a quello di terzi.

Parimenti è anche possibile calcolare l' EVA[®] utilizzando una formula alternativa, che sottolinei maggiormente l'effettivo valore prodotto dall'azienda quale differenza tra il rendimento ed il costo del capitale investito:

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{CE} - WACC \right) \times CE$$

Fonte: Borsa Italiana S.p.A., 2004. Guida alla Valutazione.

Va quindi enfatizzato come tale indicatore di *performance*, oltre ad essere genericamente utilizzato in fase di determinazione del valore aziendale, nelle comunicazioni con gli investitori o per attività di pianificazione, diventi altresì uno strumento fondamentale nella gestione di situazioni di finanza straordinaria.

Nel nostro specifico caso si tratta di prime quotazioni, ma si può anche trattare di M&A o di importanti ristrutturazioni aziendali.

Proprio in tal senso l' EVA[®] gioca un ruolo importante in fase di *pricing* di un'IPO poiché, oltre ad essere un indicatore del valore effettivamente prodotto dall'azienda, dall'attualizzazione dei suoi flussi si individua una grandezza intermedia, chiamata Market Value Added (MVA) che, sommata al CE, fornisce il valore totale dell'impresa in termini di EV.

Di seguito una formula doppia che chiarisce meglio, matematicamente parlando, i concetti testé riportati:

$$EV=CE + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$
$$EV=CE + MVA$$

Fonte: Borsa Italiana S.p.A., 2004. Guida alla Valutazione.

In particolare il MVA costituisce quel tassello mancante, di congiunzione, tra il prezzo a cui quoteranno le azioni dell'impresa e il calcolo dell' EVA[®]: la sua determinazione, nelle fasi antecedenti all'effettiva quotazione nei mercati ufficiali, consente di stimare un valore della società il più possibile coerente e adeguato per la sua immissione nel mercato dei capitali [Borsa Italiana S.p.A. (2004)].

1.5. UN METODO ALTERNATIVO DI PRIVATIZZAZIONE: LE PIPO

Una delle motivazioni sottostanti al crescente interesse verso il fenomeno di prima quotazione è che sempre più spesso le IPO sono divenute strumento funzionale al processo di privatizzazione aziendale¹⁰¹: addirittura secondo alcuni si può parlare di un sottoinsieme nella grande famiglia delle IPO [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

¹⁰¹ Per ulteriori approfondimenti sul processo di privatizzazione, che qui viene trattato solo per sommi capi, si rimanda a Biais&Perotti (2002), Jenkinson&Mayer (1988), Jenkinson&Ljungqvist (2001), Krusich&Lotti (1998), Megginson&Netter (2001), Megginson *et al.* (2000), Perotti (1995), Perotti&Guney (1993). In particolare Jenkinson&Ljungqvist (2001) al capitolo 7 forniscono una panoramica molto chiara del fenomeno attraverso il caso concreto del contesto anglosassone dove, dal 1980 in poi, si sono succeduti molti casi importanti di privatizzazione tramite quotazione. Lo stesso può dirsi per il panorama italiano che, storicamente ricchissimo di esempi di imprese pubbliche, avviò un ragguardevole processo di privatizzazione delle stesse che raggiunse ritmi intensi soprattutto negli anni '90. Per approfondimenti si veda Krusich&Lotti (1998): in particolare gli autori si soffermarono sul caso ENI che fece per la sua prima volta ingresso nella Borsa Valori di Milano e nella NYSE il 28 novembre 1995.

Premesso che non si tratta dell'unica via percorribile, esistendo strade alternative quali la vendita dell'intera azienda ad un'altra impresa o l'alienazione diretta della totalità o di una porzione azionaria dell'impresa pubblica ad un singolo od ad un gruppo di privati, la privatizzazione attraverso IPO si presenta sempre di più quale strada prescelta nella prassi: in questo senso si può a ragione affermare che tale processo ha anche notevoli implicazioni politiche, che a volte sono in realtà le uniche esistenti.

Sostanzialmente gli *stakeholder* originari, nella veste del Governo o di un altro ente pubblico sua diretta emanazione, vendono le loro quote azionarie alla platea di investitori: in tal maniera non solo avviano il processo di privatizzazione, ma al contempo raccolgono capitale utile per l'impresa, ragione cardine per la quale si avvia un'IPO¹⁰² [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Va precisato che storicamente la letteratura in materia di prima quotazione vedeva prevalentemente quali soggetti protagonisti del processo le società *privately-owned*.

Ciò nonostante ci si è resi conto che queste non erano le uniche interessate dal fenomeno, essendovi un sempre maggior numero di imprese statali coinvolte nella procedura. Infatti le PIPO¹⁰³, come è consuetudine indicare le IPO che avvengono nell'ambito di un piano di privatizzazione, hanno in realtà spianato la strada ad un fenomeno, quello della quotazione in borsa, che si è gradualmente dimostrato sempre più importante e catalizzatore di interesse: non a caso le stesse si sono caratterizzate per i loro caratteri precipui sia in termini partecipativi che di organizzazione dell'emissione vera e propria.

Per l'esattezza furono i Governi coinvolti direttamente nelle IPO a voler per primi:

1. una presenza internazionale all'interno della procedura attraverso la figura di

¹⁰² Soffermandoci sull'aspetto monetario, qui oggetto di interesse, alcuni autori [Megginson&Netter (2001)] hanno registrato dati rilevanti in termini di guadagni raccolti dalle IPO su scala mondiale: in particolare emerse che alla fine del 1999 venne superato il trilione di dollari (US) e che sempre in quell'anno, delle 15 IPO più importanti condotte su scala mondiale, ben l'80% era nell'ambito di un progetto di privatizzazione, per l'appunto a ribadire il notevole impiego di questa forma di privatizzazione tramite quotazione.

¹⁰³ La sigla sta per *Privatization Initial Public Offering* [Chi&Padgett (2005)]. Non è un caso che tale sigla sia stata coniata in occasione di uno studio delle IPO in Cina. Va infatti sottolineato che nella nazione asiatica la maggioranza di IPO erano per l'appunto inserite all'interno di un più vasto processo di privatizzazione: in chiusura del 2005 emerse che circa il 90% delle imprese coinvolte era di natura statale [Chi&Padgett (2005)], le stesse si auspicavano di ottenere i fondi necessari a risanare la loro situazione tramite l'accesso al mercato dei capitali.

- banche di investimento straniere nel consorzio di collocamento;
2. utilizzare la procedura del *bookbuilding* in sede di *pricing* e allocazione delle azioni¹⁰⁴;
 3. proporre delle IPO *multi-tranche* così da accontentare talune schiere di investitori a discapito di altri soggetti¹⁰⁵ [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Se allo stato attuale si tratta di caratteristiche comuni a tutte le IPO, che non destano alcun tipo di stupore perché oramai radicate nella prassi, la ragione di questa loro “ordinarietà” va ricercata proprio nel ruolo apri-pista giocato dal Governo nelle PIPO.

Le motivazioni che hanno condotto lo Stato a lasciare al pubblico di investitori realtà industriali spesso anche estremamente significative non vanno ricercate solo ed esclusivamente in ragioni di carattere economico, anche se certamente quest’ultimo aspetto non va tralasciato. Per essere precisi il Governo si è spesso ritrovato in situazioni problematiche quando si è trovato coinvolto in operazioni di PIPO: queste ultime infatti fungevano da mezzo per il raggiungimento di determinati scopi di natura economico-politica, ma che il più delle volte erano in contrasto con gli obiettivi che un’azienda del settore privato normalmente persegue [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Alla luce di quanto testé detto se ne è voluto dare in questa sede una trattazione a parte, poiché si tratta di realtà estremamente particolari, a sé stanti.

Con riferimento all’aspetto economico che caratterizza tali operazione si vuole precisare che in prima istanza il beneficiario per eccellenza dell’operazione di PIPO è proprio il Governo, anche se spesso questa operazione è accompagnata da una profonda

¹⁰⁴ Va tuttavia precisato che le prime PIPO che ebbero luogo non utilizzarono immediatamente il meccanismo del *bookbuilding* per il *pricing* e l’*allocation*: si trattava prevalentemente di offerte pubbliche effettuate con il sistema del *fixed price regime* e che furono caratterizzate per un elevatissimo livello di *Underpricing*.

¹⁰⁵ L’utilizzo di un sistema che distinguesse tra le differenti schiere di soggetti venne implementato sia nell’ottica di ampliare maggiormente la partecipazione azionaria, sia per individuare un prezzo di offerta che fosse il più idoneo e corretto possibile. Alla luce di quanto testé detto le differenti *tranche* distinguevano tra soggetti *retail* ed istituzionali, talvolta con un’ulteriore classificazione tra domestici e stranieri. In particolare fu proprio in questo ambito di privatizzazioni tramite IPO che, per individuare il prezzo più adatto all’emissione istituzionale, venne implementato il metodo del *bookbuilding* anche al di fuori del convenzionale contesto americano. Il prezzo, una volta individuato, veniva applicato tanto alla schiera di investitori professionali tanto che al pubblico *retail*, con l’unica differenza che per questi ultimi lo stesso veniva scontato di un certo ammontare. Si evince pertanto che, mentre gli investitori istituzionali venivano premiati per aver rivelato informazioni importanti attraverso un’allocazione favorevole dei titoli, alla *tranche retail* spettava il vantaggio economico-monetario. Per ulteriori approfondimenti si veda Jenkinson&Ljungqvist (2001) pagg. 176 e ss..

ristrutturazione dell'organizzazione aziendale, così da creare un'impresa più idonea a sopravvivere nel difficile e competitivo contesto del mercato dei capitali.

Nello specifico, obiettivo principale è quello di riuscire, attraverso questa procedura, a raccogliere una quantità sufficiente di denaro cosicché il Governo riesca a ridurre il debito pubblico e conseguentemente, ad abbassare le tasse pagate dai cittadini¹⁰⁶.

In quest'ottica le PIPO potrebbero essere viste quali esempi di *debt-equity swap*, poiché, ad una vendita pubblica di *equity* come quella a cui si assiste, si auspica faccia seguito una raccolta di fondi sufficienti per calmierare il debito pubblico [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Di per sé comunque rileva anche la modalità seguita in fase di distribuzione del capitale azionario tra il pubblico di investitori: mentre in talune PIPO, perlopiù quelle fortemente *oversubscribed*, si può assistere a casi di allocazioni preferenziale verso talune schiere di investitori, soprattutto qualora siano influenti e dotati di una notevole quantità di risorse finanziarie, in altri contesti, soprattutto nella parte orientale del mondo (Est Europa ed Asia), vi possono essere casi di allocazioni più imparziali, ma meno proficue per il Governo: si fa riferimento a quei casi di distribuzione azionarie equamente ripartite tra i differenti cittadini coinvolti [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

Parallelamente a questo scopo tipicamente monetario che il Governo vuole perseguire attraverso queste operazioni di quotazione-privatizzazione, si affianca un altro obiettivo, più di natura politica e parzialmente conflittuale con il precedente: è volontà dello Stato riuscire a coinvolgere il maggior numero di investitori nel mercato dei capitali, sia in

¹⁰⁶ Tuttavia non va dimenticato che ogni medaglia ha il suo rovescio: in questo caso se è vero che il Governo otterrà, auspicabilmente, un ragguardevole quantitativo di capitale da questa operazione di prima quotazione dell'impresa a partecipazione statale, è anche vero che in tal maniera esso sta rinunciando a tutti i diritti precedentemente vantati in termini di flussi di cassa generati dall'impresa. In questo senso lo Stato interverrà abbassando le tasse ai cittadini solo qualora il capitale raccolto in sede di PIPO risulti essere maggiore del valore attuale netto della profittabilità futura attesa dall'impresa sotto analisi: in altre parole se l'oggetto di rinuncia non era poi così di valore. Il problema in tal senso è che si tratta di dati estremamente difficili da calcolare, poiché poco si sa sul futuro andamento aziendale e di quanto la presenza dello Stato avesse causato inefficienze strategiche ed operative all'impresa interessata. Per questo motivo è opportuno per lo Stato che lo stesso implementi un programma che renda più efficiente e funzionale l'azienda prima che l'operazione di quotazione abbia luogo, e che questa notizia sia resa di pubblico dominio: in tal maniera, rendendo consapevoli gli investitori, sarà lo Stato direttamente a beneficiare di questa azione, evitando che a trarne successivo vantaggio siano invece altri soggetti.

termini di dipendenti dell'impresa quotata¹⁰⁷, sia riferendosi al pubblico generico di investitori.

Questo obiettivo, ossia di ampliare e rafforzare la base azionaria di proprietà coinvolgendo nuovi soggetti, può tuttavia comportare notevoli complicazioni e criticità in termini economici.

In primis infatti il coinvolgimento di un numero ragguardevole di investitori, spesso piccoli, nonché poco influenti, può comportare una tale frammentazione della base azionaria da rendere estremamente difficile un efficace ed efficiente monitoraggio dei *manager* che la governano, configurando il classico conflitto principale-agente¹⁰⁸.

In secondo luogo se l'obiettivo è, come affermato, quello di ampliare la base azionaria coinvolgendo il maggior numero di soggetti, si deve anche considerare che molti di questi avranno un bagaglio informativo notevolmente ridotto, se non anche errato.

Alla luce di ciò, e di quanto perfettamente spiegato nella *Winner's Curse* di Rock (1986) a cui si rimanda¹⁰⁹, il Governo si troverà costretto a sotto-prezzare ulteriormente le azioni oggetto di emissione come unico strumento utilizzabile per convincere gli investitori non informati a rimanere nel mercato dei capitali: nonostante infatti la loro presenza possa sembrare elemento di disturbo e di intralcio al corretto svolgimento delle IPO, contrariamente la loro assenza non consentirebbe alla stessa di concretizzarsi a priori poichè la sfera degli investitori *informed* risulta essere numericamente insufficiente allo scopo [Rock (1986)].

Si configura pertanto il caso per il quale, nonostante uno degli obiettivi primari del Governo sia la raccolta di un cospicuo quantitativo di capitale tramite l'IPO, dall'altro

¹⁰⁷ Ovviamente il coinvolgimento dei dipendenti dell'impresa nell'andamento azionario della stessa è uno strumento riconosciuto a livello mondiale (c.d. *Stock Option Plan*) perché utile nell'allineare gli interessi dei soggetti prestatori di servizi nell'azienda con il bene della stessa, aumentandone quindi l'efficienza. Tuttavia la classica teoria del portafoglio à la Markowitz (anni '50) fa decadere questo scenario tanto idilliaco sostenendo che sarebbe più auspicabile, ai fini della diversificazione dello stesso, non investire in titoli dell'impresa per la quale si lavora, avendo già investito una notevole quantità del proprio capitale umano in essa, bensì indirizzare il proprio interesse altrove.

¹⁰⁸ La difficoltà nella gestione e nel monitoraggio dei soggetti addetti al governo dell'impresa risiede sostanzialmente nel fatto che da una base azionaria troppo spaccata e diffusa sorgono problemi di mancato coordinamento e di *free-riding*. Va tuttavia precisato che di norma, a parte per la prima quotazione nel mercato, quello a cui si assiste nel mercato secondario sono casi di ragguardevoli quote azionarie acquistate da investitori istituzionali a piccoli investitori: in questo senso il fenomeno della proprietà frammentata ha vita breve [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. Per ulteriori approfondimenti si veda il III capitolo, dove il tema del conflitto principale-agente verrà trattato diffusamente.

¹⁰⁹ Per ulteriori approfondimenti si veda il III capitolo.

lato, per perseguire il secondo obiettivo testé citato, si deve parzialmente rinunciare alla profittabilità dell'operazione.

Tuttavia alcuni autori [Jenkinson&Mayer (1988)] hanno palesato una strada alternativa per raggiungere il medesimo scopo di ampliamento della base azionaria, senza il coinvolgimento del fattore “*equity*” e quindi di tutte gli elementi finora analizzati: rendere l'investimento azionario più interessante concedendo delle agevolazioni fiscali sullo stesso, ad esempio in termini di dividendi e guadagni in conto capitale parzialmente *tax free*.

Attraverso queste operazioni di PIPO è altresì ovvio che il Governo si stia esponendo in prima linea, mettendo a repentaglio la propria immagine e reputazione: è proprio alla luce di questa considerazione che lo stesso vuole condurre delle IPO di grande successo, così da non danneggiare la sua stessa credibilità¹¹⁰.

Da casi concreti¹¹¹ è infatti emerso che risanare situazioni nelle quali è opinione diffusa tra gli investitori che il Governo non sia stato in grado di affrontare adeguatamente il processo di privatizzazione è estremamente arduo, anche se riuscire in questo senso è fondamentale per conservare la propria legittimità [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

¹¹⁰ Va quindi detto che le PIPO hanno conseguenze non solo per la società coinvolta, ma anche per il soggetto cedente (il Governo appunto) in termini di credibilità di quest'ultimo e di *Underpricing* sopportato per ottenere fondi e per creare al contempo un mercato dei capitali maggiormente praticabile. Esse inoltre hanno dei riflessi anche sui dipendenti dell'azienda, che diventano infatti parte integrante di una realtà completamente difforme dalla precedente, nonché possono essere utilizzate quali operazione di “campagna elettorale”, per guadagnare voti attraverso allocazioni azionarie preferenziali [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. Addirittura alcuni studi hanno rilevato queste come cause dietro l'*Underpricing*. In particolare Dewenter&Malatesta (1997) teorizzarono che il Governo potesse volutamente offrire azioni sottoprezzate quale strumento funzionale a calmierare gli animi dei dipendenti, qualora quest'ultimi avessero espresso pareri contrari alla quotazione. Parallelamente Biais&Perotti (2002) sostennero come l'*Underpricing* potesse essere usato quale strumento strategico, da parte di Governi *market-oriented* coinvolti in processi di privatizzazione, per ottenere il favore degli elettori della classe media. Ovviamente tanto maggiore era il grado di iniquità della nazione sotto esame tanto più diventava necessario sotto-prezzare le azioni per persuadere gli elettori a schierarsi verso la loro parte ed allineare così i loro interessi con quelli del Governo.

¹¹¹ Ci si riferisce al caso del Governo spagnolo che, a seguito di una serie di PIPO condotte nel 1995 e non particolarmente brillanti in termini di *performance* delle azioni, dovette progettare degli espedienti che risollevarono la credibilità dello Stato agli occhi degli investitori delusi. Fu in questo clima che il Governo non solo cercò di attirare nuovamente l'interesse nelle IPO successive accettando pesanti livelli di *Underpricing*, ma addirittura, implementò un programma annuale di rimborso per gli investitori che, aderenti alle PIPO, avessero subito perdite fino ad un massimo del 10% acquisito.

Molta delle fiducia riposta dagli investitori in queste operazioni di quotazione risiede anche nelle modalità in cui le stesse sono strutturate e nel livello di coinvolgimento che il Governo avrà nell'impresa oramai quotata: gli investitori potrebbero infatti temere che, una volta effettuata la quotazione e, attraverso la vendita azionaria, slegato completamente il destino aziendale dal Governo, quest'ultimo potrebbe adottare comportamenti che arrechino danno all'azienda, facendone diminuire il valore. Considerando che gli investitori anticipano questa eventualità, il loro *sentiment* negativo potrebbe essere la causa dietro all'insuccesso di alcune IPO.

Per evitare aprioristicamente questa situazione gli animi degli investitori possono essere mitigati attraverso le cosiddette *staged sales* ossia vendite nelle quali lo Stato, invece di liquidare immediatamente la totalità della sua partecipazione azionaria, lo fa per passi graduali, conservando una determinata porzione della proprietà per un prefissato arco temporale¹¹².

In questa maniera, anche se tale manovra può sembrare limitativa e limitante per gli azionisti entranti nella compagine sociale, che si vedono parzialmente bloccati nell'esercizio dei loro diritti proprio dall'ingerenza statale, dall'altro è un ottimo sistema affinché gli interessi del Governo siano allineati a quelli della società e quindi siano orientati al raggiungimento del bene dell'impresa¹¹³.

Inoltre, considerando che molte delle imprese che subiscono il processo di privatizzazione tramite quotazione rimangono comunque sotto il controllo di autorità pubbliche costituite *ad hoc*¹¹⁴ (ad esempio le imprese di *Utilities*), la detenzione da parte dello Stato di una parte della proprietà azionaria implicitamente sta a dimostrare che

¹¹² Vi sono anche casi ben più limite in cui il Governo detiene a tempo indefinito (a volte anche illimitato) una certa quota azionaria nell'azienda che, al contempo, gli conferisce tutta una serie di diritti di controllo (non sempre gli stessi vengono esercitati). Nel contesto anglosassone si parla di *golden shares*, in quello francese di *noyaux durs*, ma il contenuto non cambia. In entrambi i casi si tratta di uno strumento adottato dal Governo per impedire l'avvenuta di *hostile takeover*, soprattutto se a danno di imprese strategiche per l'economia della nazione, ma che al contempo, per come sono strutturate, rallentano la consueta influenza da parte del mercato dei capitali sulla struttura aziendale.

¹¹³ In realtà l'obiettivo per il quale queste vendite possono essere attuate può anche essere di natura economica: liquidare l'*equity* a "piccole dosi" permette infatti di fissare un prezzo dello stesso gradualmente sempre più accurato e preciso, così da perdere il minor quantitativo di capitale dall'operazione di vendita. Ad ogni modo mancano le evidenze empiriche a supportare questa come motivazione principale delle *staged sales* [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

¹¹⁴ Anche se comunemente questi enti sono dichiaratamente autonomi essi spesso agiscono seguendo gli ordini del Governo che, in questo contesto, si presenta come colui che gestisce i giochi da "dietro le quinte" e che, con propri provvedimenti, può minare la profittabilità delle imprese quotate privatizzate [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

difficilmente verranno implementati provvedimenti che possano andare a discapito della società e quindi, indirettamente, di sé stessi: questo comportamento rassicura anche gli investitori che hanno creduto in questa IPO quando invece potevano temere un comportamento avverso del Governo [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]¹¹⁵.

Tuttavia, parallelamente a tutti questi *pro*, l'attuazione delle vendite a scaglioni può comportare anche degli svantaggi, palesando delle profittevoli opportunità di arbitraggio per gli investitori già in possesso delle azioni.

Più precisamente, ogni qualvolta una nuova *tranche* di azioni sarà pronta per la vendita nel mercato dei capitali, considerando che l'obiettivo è per l'appunto attrarre un sempre maggior numero di investitori, la stessa sarà offerta ad un prezzo inferiore rispetto al suo effettivo valore di mercato: alla luce di ciò coloro già in possesso di azioni potranno venderle prima della nuova emissione e ricomprarle ad un prezzo inferiore; potranno addirittura vendere allo scoperto poiché già anticipano che riusciranno a rientrare perfettamente delle quantità necessarie¹¹⁶.

Il problema risiede nel fatto che la persistenza di questo comportamento da parte degli investitori, i quali cercano di approfittare di questa situazione per loro vantaggiosa, pressa sul lato dell'offerta portando inevitabilmente il *market value* delle azioni a livelli bassi: considerando che il valore di emissione delle stesse per le successive *tranche* sarà quello di mercato ridotto di un certo ammontare, questo implica per il Governo una perdita dei guadagni derivanti dalla graduale liquidazione del suo pacchetto azionario. Fortunatamente questo tipo di problematicità è tanto più ridotta tanto più rapidi si riveleranno i meccanismi di liquidazione e compensazione delle transazioni nei diversi mercati finanziari [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

¹¹⁵ In questo senso si inserisce anche lo studio condotto da Perotti (1995) il quale sosteneva che le *partial o staged sales*, nonché l'*Undepricing*, fossero entrambi segnali di un impegno da parte del Governo a sopportare dei rischi e, contestualmente, a non arrecare danno all'impresa.

¹¹⁶ Safieddine&Wilhelm (1996) testimoniarono questo fenomeno con riferimento al contesto US, nel quale si è assistito a casi concreti di arbitraggio per le *staged sales*.

1.6. QUOTAZIONE E MAGNITUDINE DELL'UNDERPRICING: DATI GLOBALI

Alla luce della *Review* finora fornita sul fenomeno della quotazione, risulta ora di interesse, anche ai fini di una maggiore comprensione della tematica oggetto di analisi, affrontare l'argomento trattato utilizzando un punto di vista più pragmatico.

Attingendo al *set* di dati fornito dal *Report Global IPO Trends 2012*, fonte di tutti i grafici di seguito riportati [Ernst&Young (2012)], emerge come l'anno 2011 abbia registrato dati di IPO comunque considerevoli, date tutte le problematiche che l'hanno caratterizzato quali l'elevata volatilità dei mercati finanziari, il *downgrading* decretato da *Standard & Poor* sul debito americano, nonché la crisi del debito sovrano europeo che ha influenzato negativamente il *sentiment* degli investitori [Ernst&Young (2012)].

Innegabile è che ci si trova ben lontani dai dati estremamente positivi registrati tra il 2006 ed il 2007, quando – a livello globale – si raggiunsero picchi anche di 608 *Deals* a livello globale in un solo trimestre (Q4-06): tuttavia considerando la situazione economica congiunturale sarebbe assurdo aspettarsi una prosecuzione di tale *trend* positivo. Ciò nonostante il dato aggiornato al 2011 è parimenti incoraggiante, con un ammontare cumulato di *Deals* pari a 1225 a totale anno, come si evince dalla tabella e dall'istogramma sottostante (tabella A e B).

Va precisato che, seppure quest'ultimo dato risulti essere peggiorativo rispetto all'anno precedente (-12%), rappresenta comunque un aumento di circa il 112% rispetto al 2009. In particolare la tabella sottostante enfatizza non solo la variazione in termini quantitativi e qualitativi tra un anno ed il precedente (numero di *Deals* e capitale raccolto), bensì mette in luce i centri finanziari nevralgici per quel che concerne il mercato delle IPO.

Tabella A: Dati IPO globali (triennio 2009-2011)

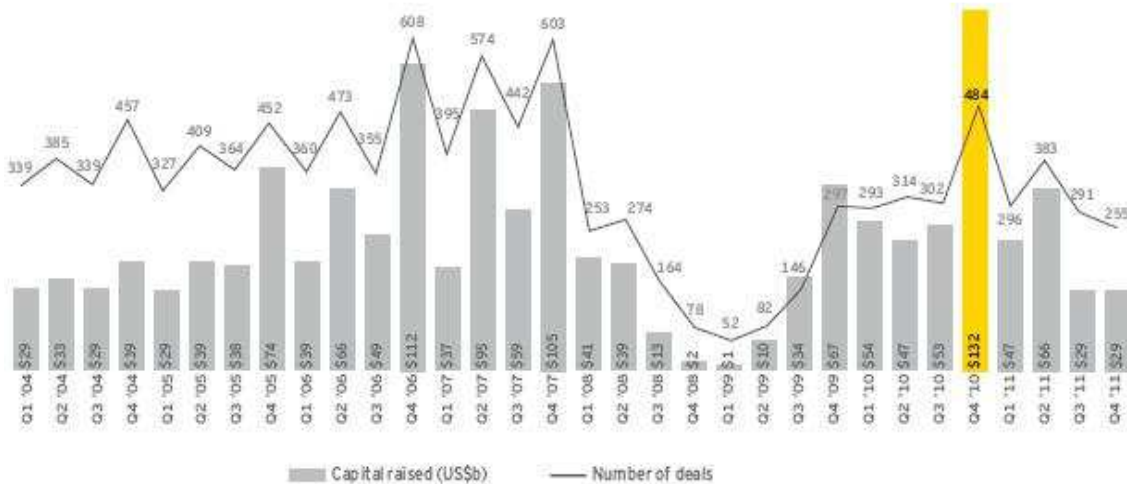
	2009	2010	2011
Number of deals	577	1,393 (▲141% ¹)	1,225 (▼12% ²)
Capital raised (US\$)	\$112.6b	\$284.6b (▲153% ¹)	\$169.9b (▼40% ²)
Average deal size (US\$)	\$195.1m	\$204.8m	\$138.7m
PE-backed IPOs	53 deals, \$16.2b	155 deals, \$35.0b	118 deals, \$38.3b
Top five sectors (number of deals)	Industrials (101) Materials (96) High technology (59) Consumer staples (49) Financials (46)	Materials (307) Industrials (236) High technology (180) Consumer staples (113) Energy (94)	Materials (268) Industrials (199) High technology (149) Consumer products ³ (124) Energy (110)
Top five sectors (capital raised)	Industrials (\$23.2b) Financials (\$22.6b) Energy (\$12.1b) Real estate (\$10.8b) Materials (\$7.2b)	Financials (\$80.0b) Industrials (\$57.6b) Materials (\$38.5b) Energy (\$23.2b) High technology (\$20.7b)	Materials (\$29.2b) Industrials (\$26.4b) Energy (\$21.3b) Financials (\$15.9b) High technology (\$14.7b)
Top five exchanges (number of deals)	Hong Kong (56) KOSDAQ (56) Shenzhen – SME (54) Australian (37) Shenzhen – ChiNext (36)	Shenzhen – SME (205) Shenzhen – ChiNext (116) Australian (92) Hong Kong (87) New York (82)	Shenzhen – ChiNext (128) Warsaw – NewConnect (123) Shenzhen – SME (115) Australian (101) Hong Kong (68)
Top five exchanges (capital raised)	Hong Kong (\$21.9b) Shanghai (\$20.4b) New York (\$19.1b) NASDAQ (\$8.1b) Shenzhen – SME (\$6.2b)	Hong Kong (\$57.4b) New York (\$34.7b) Shenzhen – SME (\$30.2b) Shanghai (\$27.9b) Tokyo (\$14.3b)	New York (\$30.5b) Hong Kong (\$25.3b) Shenzhen – SME (\$15.7b) Shanghai (\$15.1b) London (\$13.9b)

¹Percentage change from 2009 to 2010.

²Percentage change from 2010 to 2011.

³Consumer products includes consumer services such as professional services.

Tabella B: Dati IPO globali (dettaglio Quater)



Come si può facilmente constatare l'Asia, ma più nello specifico la Cina, gioca in questo senso un ruolo chiave, poiché è perennemente presente nella classifica delle Top

5 Stock Exchange (*by Capital Raised*) con ben tre listini ufficiali: la borsa di Hong Kong, quella di Shanghai e quella di Shenzhen nelle sue differenti piattaforme di negoziazione¹¹⁷.

Per essere più precisi e per guardare al dato concreto, nel solo 2011 la Borsa di Shanghai congiuntamente a quella di Shenzhen hanno permesso di raccogliere da operazioni di IPO (complessivamente 280 *Deals*) ben 42,9 miliardi (US\$): non da meno Hong Kong che da sola ha accumulato 25,3 miliardi (US\$)¹¹⁸.

In particolare, volendo approfondire la dislocazione geografica dei differenti *deals*, così da comprendere l'IPO *trend* che ha caratterizzato i differenti continenti, emerge (tabelle C e D) un dominio incontrastato del *Far East* che, tuttavia, registra una flessione tra il 2010 ed il 2011 soprattutto sul versante del *Capital Raised* (88 *versus* 191 *billions* US\$), al pari di tutte le altre controparti.

Tuttavia questo dato va contestualizzato: si può infatti sostenere che il continente asiatico abbia fatto da apri pista per uscire dalla pesante recessione, seguito dal continente americano (Nord America) ed infine dall'Europa (la sigla EMEA sta più precisamente per *Europe, Middle East* e Africa), come si evince dall'ordine di classifica nelle tabelle C e D¹¹⁹.

Nonostante gli Stati Uniti d'America si collochino al secondo posto (per capitale raccolto), anche se ben distaccati dalla prima classificata, tutto fa supporre che gli anni futuri saranno manifestazione di una notevole ripresa sul versante delle IPO [Ernst&Young (2012)]: meno roseo si prospetta invece lo scenario europeo nel quale, nonostante i dati reggano ancora il confronto (si veda l'eccezionale caso della Polonia nella tabella E, a differenza di Francia e UK che deludono notevolmente le aspettative rispetto agli *standard* storici) le criticità insite nella questione del debito europeo costituiscono un impedimento notevole per gli ipotetici emittenti, nonché per gli investitori.

¹¹⁷ Per ulteriori approfondimenti sulle tre *Stock Exchange* della nazione cinese e sulle relative modalità di ammissione a quotazione, nonché sulla struttura interna per piattaforma si veda il capitolo II nel quale tutti questi aspetti tecnici verranno trattati in maggiore dettaglio.

¹¹⁸ Per questo dettaglio di informazioni si rimanda alla tabella F nel proseguo del paragrafo.

¹¹⁹ Il Nord America si colloca al terzo posto solo guardando al dettaglio della numerosità di IPO qui avvenuta: tuttavia il valore monetario, in termini di capitale raccolto, lo colloca al secondo posto in classifica: hanno pertanto luogo poche IPO ma di magnitudine considerevole.

Tabelle C e D: Dati IPO globali by Year (numero di deals e capitale raccolto)



Focalizzando invece l’attenzione sul solo continente asiatico dei 734 Deals conclusisi nel 2011 in questo macro mercato finanziario ben 388 hanno avuto luogo nella *Greater China* (tabella E), come viene finanziariamente indicata la commistione tra *Mainland China*, la regione Amministrativa Speciale di Hong Kong¹²⁰ ed il Taiwan.

¹²⁰ Va infatti ricordato che in Cina coesistono due Regioni Amministrative Speciali, rispettivamente quella di Hong Kong e la meno conosciuta regione di Macao. In particolare, con riferimento alla prima, maggiormente di interesse anche considerato il ruolo chiave giocato nello scenario finanziario, va precisato che la sua consacrazione a Regione Amministrativa Speciale è relativamente recente. Essa infatti rimase sotto il controllo britannico sino al 30 giugno 1997, data a partire dalla quale l’intero territorio entrò a far parte della Repubblica Popolare Cinese (rimase nella storia la famosa cerimonia di consegna detta *Handover*). Questo era in assoluta coerenza con quanto stabilito dall’accordo Sino-Britannico del 1984, che sanciva per l’appunto il delicato passaggio di tale colonia britannica alla Cina. In quell’occasione venne coniata un’espressione estremamente rappresentativa delle condizioni alle quali tale operazione doveva avvenire: si parlò infatti di “Un Paese, due sistemi”. Si voleva così sottolineare la duplice natura di Hong Kong: se infatti per particolari materie - quali la politica estera e la difesa nazionale - la competenza ricade tutt’oggi sulla Repubblica Popolare Cinese, dall’altro lato Hong Kong venne dichiarata SAR (*Special Administrative Region*) ossia Regione Amministrativa Speciale. Questo comportò non solo una totale autonomia amministrativa, ma, parimenti, del sistema economico, giuridico e sociale, ammettendo assoluta libertà di parola, nel commercio e nei diritti di proprietà. Tale situazione perdurerà perlomeno fino al 2047 (50 anni dall’*Handover*), così come sancito dall’accordo [Harper (2009)]. La notevole permanenza sotto il dominio britannico ha comunque lasciato innegabili segni sull’impostazione economico-finanziaria di tale regione: in tal senso si può infatti dire che la *Stock Exchange* di Hong Kong abbia costituito un esempio per le altre piattaforme di negoziazioni nazionali, sia sotto il profilo organizzativo-gestionale, che sotto quello regolamentare. Per ulteriori approfondimenti si rimanda al II capitolo.

Tabella E: Top 10 Global Stock Exchange

Top 10 by number of deals			Top 10 by capital raised		
Country	No. of deals	% of global total	Country	Capital raised (US\$m)	% of global total
Greater China*	388	31.70%	Greater China*	\$72,337	42.60%
Poland	137	11.20%	United States	\$35,977	21.20%
United States	108	8.80%	Switzerland	\$10,046	5.90%
Australia	98	8.00%	Spain	\$5,300	3.10%
South Korea	69	5.60%	Russian Federation	\$4,694	2.80%
Canada	64	5.20%	Brazil	\$4,412	2.60%
India	40	3.30%	South Korea	\$3,562	2.10%
Japan	37	3.00%	Italy	\$3,024	1.80%
United Kingdom	28	2.30%	Poland	\$2,723	1.60%
Indonesia	26	2.10%	Canada	\$2,447	1.40%
Rest of world** (52 countries)	230	18.80%	Rest of world** (52 countries)	\$25,329	14.90%
Grand total	1,225	100.00%	Grand total	\$169,851	100.00%

Based on the listed company domicile.

*Greater China includes Mainland China, Hong Kong and Taiwan.

**Rest of world includes countries with 1% or less of IPO activity by number of deals or capital raised.

Nello specifico la quota di IPO *Activity* cinese sul totale globale nell'anno 2011 si è attestata ad un valore superiore al 40% in termini di capitale raccolto, 32% se si guarda al dettaglio della numerosità, variabile di per sé comunque meno rilevante: in particolare la Borsa di Hong Kong ha registrato un picco di IPO specificatamente nel mese di dicembre 2011, consacrando tale piazza finanziaria quale una tra le più attive assieme alle altre controparti cinesi e alla *New York Stock Exchange*¹²¹.

In particolare è emerso un dato interessante con riferimento ai soggetti coinvolti in questi processi di quotazione iniziale: se da un lato, come si evincerà anche dal capitolo successivo, il ricorso al mercato dei capitali in particolar modo in Cina è stato utilizzato fin dalle origini quale strumento di privatizzazione delle numerose imprese statali esistenti (le c.d. PIPO di cui si è trattato diffusamente nel paragrafo precedente), dall'altro lato si è progressivamente registrato un ampliamento della tipologia di soggetti coinvolti: molte imprese ad alto potenziale di crescita hanno infatti dimostrato

¹²¹ In particolare secondo molti [Ernst&Young (2012)] il listino di Hong Kong si appresta a rappresentare un importantissimo ponte di congiunzione per tutte quelle emittenti estere interessate a raggiungere l'attenzione degli investitori asiatici che, consapevoli di essere motivo di interesse per molte realtà imprenditoriali, si stanno facendo sempre più selettivi ed esigenti. Secondo un recente studio di Ernst&Young (2012) proprio la Cina sta vivendo una trasformazione della sua platea di investitori rispetto al decennio precedente: se prima le loro decisioni erano spesso mosse da euforia ingiustificata e conoscenza approssimativa dell'azienda, ora sono maggiormente preparati ed esigono specifiche risposte circa la qualità dell'impresa quotanda sia in termini di *Senior Management* che di *Corporate Governance*.

il loro interesse per l'accesso al mercato dei capitali spinte da obiettivi ben distanti da motivazioni di natura politico-istituzionale [Ernst&Young (2012)].

Tabella F: Top 10 Global Stock Exchange (dettaglio)

Top 10 by number of deals			Top 10 by capital raised		
Exchange	No. of deals	% of global total	Exchange	Capital raised (US\$m)	% of global total
Shenzhen**	243	19.80%	New York	\$30,502	18.00%
Warsaw – NewConnect	123	10.00%	Shenzhen**	\$27,809	16.40%
Australian	100	8.20%	Hong Kong***	\$25,296	14.90%
Hong Kong	68	5.60%	Shanghai	\$15,075	8.90%
New York	67	5.50%	London	\$13,915	8.20%
NASDAQ	54	4.40%	NASDAQ	\$9,614	5.70%
KOSDAQ	53	4.30%	Singapore	\$7,257	4.30%
Toronto – Venture	47	3.80%	Madrid	\$5,300	3.10%
Bombay	39	3.20%	Sao Paulo	\$4,412	2.60%
Shanghai	37	3.00%	Warsaw	\$2,775	1.60%
All other exchanges	394	32.20%	All other exchanges	\$27,895	16.40%

*Data based on domicile of the exchange, regardless of the listed company domicile.

** Shenzhen Stock Exchange includes listings on the Mainboard, the Small and Medium Enterprise (SME) market and ChiNext.

***Excludes Swiss commodities trader Glencore International's US\$10b IPO, which is dual-listed on the London and Hong Kong stock exchanges in May 2011. Capital raised for this deal was attributed to London Stock Exchange, the primary stock exchange. If this deal is included, HKEx raised US\$35.3b in 69 deals.

Source for all charts and tables shown: Dealogic, Thomson Financial, Ernst & Young.

Parimenti sulle 20 maggiori IPO registrate nel 2011, e delle quali si fornisce un approfondito prospetto di seguito (Tabella G), ben il 60% ha avuto luogo direttamente - o per particolari incroci tra le diverse piazze finanziarie - nelle Borse della *Greater China*: prima fra tutte va citata la *dual-listed* IPO del colosso anglo-svizzero Glencore International Plc, che ha permesso all'impresa di raccogliere la cifra eccezionale di 10 miliardi (US\$).

Allo stesso modo spicca il già citato caso di Prada S.p.a. che, quotata a giugno 2011 nella Borsa di Hong Kong, ha condotto un'IPO di notevole successo raccogliendo 2,5 miliardi (US\$), e facendo da apri pista alla quotazione per altri membri del *Designer World* quali Brunello Cucinelli e Salvatore Ferragamo, giusto per citare altri due brand iconici del *Made in Italy*.

Tabella G: Top 20 global IPO (Capital raised)

Issue month	Issuer name	Issuer domicile	Sector	Issuer business description	Capital raised (US\$b)	Exchange(s)
May	Glencore International plc.	Switzerland	Materials	Diversified natural resources group	10	London, Hong Kong
Mar	Hutchison Port Holdings Trust	Hong Kong	Industrials	Involved in port and harbor operations and warehousing services	5.5	Singapore
Jul	Bankia	Spain	Financials	Commercial bank	4.4	Madrid
Mar	HCA Holdings Inc.	US	Health care	Operates hospitals and surgery centers	4.4	New York
Feb	Kinder Morgan Inc.	US	Energy	Transportation and storage of natural gas, refined petroleum and crude petroleum	3.3	New York
Jun	Prada SpA	Italy	Retail	Luxury fashion designer	2.5	Hong Kong
Oct	Sinohydro Group Ltd.	Mainland China	Energy	Engaged in water and hydropower generation	2.1	Shanghai
May	Shanghai Pharmaceuticals Holding Co. Ltd.	Mainland China	Health care	Manufacturer of pharmaceuticals	2.1	Hong Kong
Dec	Chow Tai Fook Jewellery Co. Ltd.	Hong Kong	Consumer products	Manufacturer and retailer of diamond and gold jewelry	2	Hong Kong
Jul	JSW SA	Poland	Materials	Coal producer and distributor	1.9	Warsaw
Dec	New China Life Insurance Co. Ltd.	Mainland China	Financials	Life insurance broker	1.9	Hong Kong, Shanghai
Jan	Nielsen Holdings NV	United States	Consumer products	An information and measurement company that provides data on consumers' preferences and behavior	1.9	New York
Oct	CITIC Securities	Mainland China	Financials	Provider of investment trust management and securities brokerage services	1.8	Hong Kong
Jun	MGM China Holdings Ltd.	Macao	Media and entertainment	Leading casino gaming resort developers, owners and operators	1.6	Hong Kong
Apr	Hui Xian REIT	Mainland China	Real estate	Real estate investment trust	1.6	Hong Kong
Apr	Arcos Dorados Holdings Inc.	Argentina	Retail	Operator of fast-food restaurants; McDonald's franchisee	1.4	New York
May	Yandex NV	Russian Federation	Technology	Russian internet and search company	1.4	NASDAQ
Jan	Sinovel Wind Group Co. Ltd.	Mainland China	Industrials	Engaged in developing, designing, manufacturing and marketing large-scale onshore/offshore series wind turbines	1.4	Shanghai
Jun	Samsonite International SA	United States	Retail	Engaged in the design, marketing and sale of travel, business and casual luggage	1.3	Hong Kong
Jul	Sun Art Retail Group Ltd.	Mainland China	Retail	Hypermarket operator	1.2	Hong Kong

Source for all charts and tables shown: Dealogic, Thomson Financial, Ernst & Young.

Quanto finora descritto però pone l'accento solo sul fenomeno della quotazione in sé considerato, senza approfondire invece l'evoluzione della stessa in termini di *Underpricing* e quindi senza considerare l'andamento del titolo azionario una volta che lo stesso viene immesso nel mercato secondario.

Considerando invece che l'obiettivo cardine di questo elaborato è proprio analizzare, oltre al *trend* generale di IPO, le fluttuazioni *short-run* di prezzo successive, diventa necessario fornire uno spaccato dettagliato di questo fenomeno, da sempre considerato *puzzling* per il mondo della finanza per il suo carattere anomalo e poiché tutt'ora risolto solo parzialmente.

I primi ad interessarsi attivamente a tale fenomeno furono Ibbotson&Jaffe¹²² (1975) e Logue (1973) che, con un punto di vista esclusivamente americano, riportarono alcuni studi empirici in base ai quali le IPO condotte negli anni '60 risultarono caratterizzate da alti livelli di *Underpricing*: detto in altri termini le aziende US registrarono un notevole rialzo nel prezzo delle azioni il primo giorno di contrattazioni ufficiali. Mediamente venne individuato un *Underpricing* del 19%, dato considerevole se lo si legge come ammontare di denaro perso dall'emittente in fase di quotazione¹²³ [Ljungqvist (2007)].

Gli studi proseguirono anche negli anni seguenti, sempre con un punto di vista US centrico, e per le 4534 IPO avvenute nel decennio 1977-1987 si registrò un ritorno giornaliero medio¹²⁴ del 16,4 % [Ibbotson *et al.* (1988)].

Ritter (1984) utilizzò invece una dimensione numerica più ampia sia in termini di IPO considerate (circa 5000) che di lasso temporale (1960-1982) ed individuò un *Underpricing* del 18,8%.

Parimenti venne proposto anche uno schema che temporalmente analizzasse cinque diversi decenni, rilevando per ciascuno di essi il dato di *Initial Return* sempre su base statunitense: ne emerse un *Underpricing* medio negli anni sessanta del 21%, negli anni settanta ed ottanta rispettivamente del 12% e del 16%, del 21% negli anni novanta e del 40% nei primi anni del 2000¹²⁵ [Ljungqvist (2007)].

¹²² Ibbotson, R.G., Jaffe, J., 1975. Hot issue markets. *Journal of Finance*, 30 (4), 1027–1042.

¹²³ Ljungqvist (2007) stimò che tra il 1999 ed il 2000 gli emittenti americani persero ben 62 miliardi (US\$) dalle operazioni di prima quotazione.

¹²⁴ Come già descritto nelle prime pagine del presente capitolo per il calcolo dell'*Underpricing* si considera la differenza tra l'*offering price* ed il *closing price* registrato in chiusura al primo giorno di contrattazione. Pur tuttavia ci si può imbattere in *papers* che adottano un altro metodo di calcolo qualora non tutti i dato fossero immediatamente disponibili o si voglia porre il *focus* su un'altra dimensione, differente da quella *standard* di analisi. Ad esempio ci si può imbattere in casi di *market adj return* su base mensile, per cui non solo cambia temporalmente la base di calcolo, ma il dato viene depurato considerando l'andamento del mercato. Per ulteriori approfondimenti si veda Corbo (2009), Loughran *et al.* (2012), Mok&Hui (1998); si rimanda inoltre alla lettura del IV capitolo .

¹²⁵ Si tratta di dati rinvenibili nel sito internet di Jay Ritter <<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/>>. In particolare negli anni '90 si assistette ad un *boom* di IPO della *New Technology Economy*: nello specifico Ritter&Welch (2002) registrarono un *Underpricing* medio massimo del 71%. Per ulteriori approfondimenti si veda Ritter, J.R., Welch, I., 2002. A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57 (4), 1795–1828. Per le IPO afferenti alla *Dot-com Bubble* si veda anche Ljungqvist, A.P., Wilhelm, J.W. Jr., 2003. Ipo Pricing in the Dot-Com Bubble. *Journal of Finance*, 58 (2), 723-752. Va specificato che l'elevato dato associato ai primi anni del 2000 è il risultato degli strascichi dell'*internet boom* [Ljungqvist (2007)].

Ad ogni modo il fenomeno dell'*Underpricing* venne registrato su scala globale e questo portò alcuni autori ad interessarsi di realtà differenti da quella US: Levis (1990-1995) ad esempio si focalizzò sulle IPO in UK.

I dati empirici relativi a questo fenomeno venivano registrati con una tale regolarità, che difficilmente si sarebbe assistito a casi di IPO, globalmente parlando, non soggette ad *Underpricing*.

Questa constatazione, vale a dire la necessità di considerare l'anomalia non come fenomeno isolato e raro, bensì l'esatto opposto, ossia quale realtà dei fatti, portò, tra gli anni '80 e '90, alla nascita di un corposo filone letterario di teorie, perlopiù US centriche, nate con l'intento di spiegare questa paradossale realtà.

Nello specifico vennero individuate quattro macro aree di analisi:

1. in primo luogo il filone delle teorie legate all'asimmetria informativa [Allen&Faulhaber (1989), Baron (1982), Baron&Holmström (1980), Beatty&Ritter (1986), Benveniste&Spindt (1989), Benveniste&Wilhelm (1990), Grinblatt&Hwang (1989), Ibbotson (1975), Spatt&Srivastava (1991), Rock (1986), Welch (1989)], secondo cui l'IPO *Underpricing* si configurava quale risposta ad una disomogenea distribuzione delle informazioni tra i differenti attori coinvolti [Ljungqvist (2007)];
2. in secondo luogo il filone delle teorie istituzionali, in base al quale si cercava di spiegare tale anomalia riferendosi a tre caratteristiche del mercato finanziario: la possibilità che l'impresa emittente fosse coinvolta in un contenzioso ossia fosse vittima del cosiddetto *litigation risk* [Drake&Vetsuypens (1993), Hesler (1995), Hughes&Thakor (1992), Ibbotson (1975), Lougue (1973), Lowry&Shu (2002), Tinic (1988)], l'attività di stabilizzazione *post* quotazione del prezzo effettuata dagli attori coinvolti [Benveniste *et al.* (1996), Chowdhry&Nanda (1996), Ruud (1993)], nonché l'*Underpricing* visto quale strumento per contrastare la fiscalità [Rydqvist (1997), Taranto (2003)];
3. il terzo filone esplicativo esaminava invece il fenomeno sotto il profilo dell'assetto proprietario e del controllo: in particolare si cercò di appurare empiricamente se l'*Underpricing* potesse in qualche modo essere funzionale alla

costituzione di un azionariato frammentato, cosicché quest'ultimo non potesse monitorare eccessivamente il *management* aziendale [Brennan&Franks (1997)] o, contrariamente, l'*Underpricing* potesse essere utilizzato quale strumento per minimizzare i costi di agenzia fortificando l'attività di *monitoring* [Stoughton&Zechner (1998)];

4. infine il filone delle teorie comportamentali che si proponeva di spiegare tale *puzzle* irrisolto della finanza demolendo uno dei punti cardini sul quale tutte le altre teorie sopra citate si basavano: la razionalità degli attori coinvolti nel processo di IPO, sia in qualità di investitori che di soggetto emittente [Ljungqvist *et al.* (2004), Loughran&Ritter (2002), Welch (1992)]¹²⁶.

Tuttavia va precisato che, nonostante l'ampio spettro di teorie che tentano di spiegare il fenomeno dell'IPO *Underpricing*, spesso le stesse sono in parziale contrasto con le rilevazioni empiriche, se non addirittura in totale contrapposizione: quanto sostenuto teoricamente non trova effettivo riscontro nella realtà¹²⁷. Si tratta pertanto di una classificazione convenzionale, ma in perenne fase di elaborazione.

In tal senso si pensi semplicemente a quanto riportato precedentemente nel presente elaborato: registrare in fase di IPO una perdita di ben 62 miliardi (US\$) da parte degli emittenti americani nel biennio 1998-2000 (quindi relativamente recente) fa indubbiamente sorgere dei dubbi circa l'affidabilità delle teorie esplicative più assodate quali quelle afferenti al filone dell'asimmetria informativa: ci si chiese pertanto se da

¹²⁶ Con riferimento a quanto testè detto circa i quattro filoni esplicativi va sottolineato che, non solo le teorie elaborate sono basate su dati raccolti nei mercati US, ma, soprattutto, che le evidenze empiriche finora raccolte assurgono a filone maggiormente esplicativo quello sull'asimmetria informativa. Ciò nonostante sembra che lo stesso, in sé e per sé considerato, non sia sufficiente a spiegare le notevoli somme di denaro che in determinati periodi storici sono andate perse completamente: caso eclatante durante la *Internet Bubble* del 1998-2000 quando milioni di \$US evaporarono senza apparente motivo [Ljungqvist (2007)]. Alcune riserve vi sono anche con riferimento al filone istituzionale, poiché lo stesso spiega il fenomeno dell'*Underpricing* solo ed esclusivamente basandosi sulla realtà americana: si adotta pertanto un punto di analisi locale quando è innegabile che tale anomalia sia di portata globale e che le varie nazioni soggette all'*Underpricing* sono realtà istituzionalmente ben diverse da quella statunitense. Per quel che concerne invece il terzo e quarto filone di ricerca essi sono ancora in una fase di elaborazione anche se le evidenze empiriche finora raccolte supportano le relative teorie [Ljungqvist (2007)]. Contestualmente altre indagini, parzialmente esterne ai quattro filoni citati, stanno prendendo vita quali quelle che analizzano i conflitti di interessi interni alle banche di investimento o i differenti metodi di *pricing* e allocazione usati in fase di IPO [Ljungqvist (2007)].

¹²⁷ Un caso esemplificativo riguarda alcuni dati empirici in base ai quali le banche di investimento, che, come precedentemente detto, normalmente rivestono il ruolo di *underwriter* nei processi di IPO, sottoprezzano le azioni: questa rilevazione empirica è del tutto incoerente con la teoria dell'asimmetria informativa [Ljungqvist (2007)].

sole queste fossero in grado di spiegare un così elevato ammontare di capitale sfumato nel nulla durante la *Internet Bubble*.

Fu proprio in quest'ottica che prese avvio il filone "sperimentale", quello delle cosiddette teorie comportamentali o *Behavioral Explanations*, che nacque pertanto come fonte di spiegazione alternativa laddove le precedenti teorie avevano fallito.

Alla luce di quanto finora detto va specificato che il *focus* di studio sulla controparte asiatica è invece arrivato successivamente, in tempi relativamente più vicini a quelli attuali, anche considerando la recente formazione delle piattaforme ufficiali di negoziazione in Asia¹²⁸.

Nello specifico autori quali Dawson (1987), Firth&Liau-Tan (1997), Hameed&Lim (1998), Kim *et al.* (1995) Krishnamurti&Kumar (2002), Lee *et al.* (1999), McGuinness (1992) hanno dedicato i loro studi empirici allo studio dell'IPO *Underpricing* registrato tra Thailandia, India, Hong Kong, Singapore, Malesia e Corea.

Le loro indagini erano finalizzati ad individuare le cause sottostanti ancorandosi, laddove possibile, ai quattro filoni esplicativi sopra citati¹²⁹.

Estremamente illuminante in questa analisi è stato indubbiamente il contributo apportato di recente da Loughran *et al.* (2012)¹³⁰ i quali offrono un'analisi ad ampio spettro convogliando in un unico *paper* i dati dell'*Average Initial Return* per 49 differenti paesi. In tale maniera essi offrono una panoramica davvero completa del fenomeno, permettendo un'analisi incrociata dei dati, in una comparazione stato *versus* stato come rinvenibile dalla lettura della tabella che segue, ripresa direttamente dal loro *paper* (dati aggiornati a luglio 2012):

¹²⁸ Ad eccezione della piazza finanziaria di Hong Kong, operativa fin dal IXX secolo anche se in una forma "grezza", si dovrà aspettare l'inizio degli anni '90 per assistere alla costituzione ufficiale di due dei più importanti listini borsistici asiatici, quello di Shanghai e di Shenzhen. Per ulteriori approfondimenti si veda il capitolo II, nel quale tali piattaforme di negoziazione verranno diffusamente trattate.

¹²⁹ Per ulteriori approfondimenti circa questo aspetto si veda il capitolo III, nel quale le teorie afferenti ai quattro filoni, che come già detto sono state elaborate con riferimento al contesto americano, vengono applicate, ove possibile, alla realtà asiatica, specificatamente alla Cina.

¹³⁰ Il riferimento esplicito è a Loughran, T., Ritter, J.R., Rydqvist, K., 2012. Initial public offerings: International insights. *Pacific- Basin Finance Journal*, 2, 165–199. Si consiglia, per coloro che necessitassero di ulteriori dati sull'argomento, la consultazione del sito del Professore Ritter < <http://bear.warrington.ufl.edu> >, nel quale vengono resi pubblicamente disponibili *papers* e *dataset*.

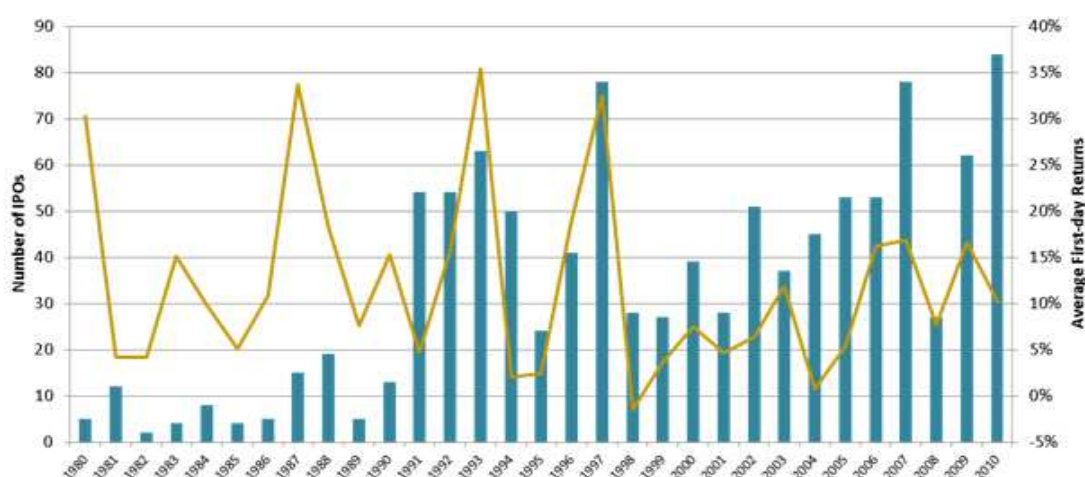
Tabella H: IPO Underpricing by Country

<u>Country</u>	<u>Source</u>	<u>Sample Size</u>	<u>Time Period</u>	<u>Avg. Initial Return</u>
Argentina	Eijgenhuijsen & van der Valk	20	1991-1994	4.4%
Australia	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1,562	1976-2011	21.8%
Austria	Aussenegg; Ritter	102	1971-2010	6.3%
Belgium	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart DuMortier; Ritter	114	1984-2006	13.5%
Brazil	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima	275	1979-2011	33.1%
Bulgaria	Nikolov	9	2004-2007	36.5%
Canada	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	696	1971-2010	6.7%
Chile	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana; Ritter	65	1982-2006	8.4%
China	Chen, Choi, & Jiang; Jia & Zhang	2,102	1990-2010	137.4%
Cyprus	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides	66	1999-2011	20.8%
Denmark	Jakobsen & Sorensen; Ritter	164	1984-2011	7.4%
Egypt	Omran	53	1990-2000	8.4%
Finland	Keloharju	162	1971-2006	17.2%
France	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter; Vismara	697	1983-2010	10.5%
Germany	Ljungqvist; Rocholl; Ritter; Vismara	736	1978-2011	24.2%
Greece	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	373	1976-2011	50.8%
Hong Kong	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Ritter	1,259	1980-2010	15.4%
India	Marisetty and Subrahmanyam; Ritter	2,964	1990-2011	88.5%
Indonesia	Suherman	386	1990-2011	25.7%
Iran	Bagherzadeh	279	1991-2004	22.4%
Ireland	Ritter	31	1999-2006	23.7%
Israel	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser; Ritter	348	1990-2006	13.8%
Italy	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara	273	1985-2009	16.4%
Japan	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	3,100	1970-2010	40.4%
Jordan	Marmar	53	1999-2008	149.0%
Korea	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Joh; Ritter	1,593	1980-2010	61.6%
Malaysia	Isa; Isa & Yong; Yong; Ma	413	1980-2009	62.6%
Mexico	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk	88	1987-1994	15.9%
Netherlands	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	181	1982-2006	10.2%
New Zealand	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-2006	20.3%
Nigeria	Ikoku; Achua	114	1989-2006	12.7%
Norway	Emilsen, Pedersen & Sættem; Liden; Ritter	153	1984-2006	9.6%
Philippines	Sullivan & Unite; Ritter	123	1987-2006	21.2%
Poland	Jelic & Briston; Ritter	224	1991-2006	22.9%
Portugal	Almeida & Duque; Ritter	28	1992-2006	11.6%
Russia	Ritter	40	1999-2006	4.2%
Saudi Arabia	Al-Anazi, Forster, & Liu	76	2003-2010	264.5%
Singapore	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter	591	1973-2011	26.1%
South Africa	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Ritter	285	1980-2007	18.0%
Spain	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera	128	1986-2006	10.9%
Sri Lanka	Samarakoon	105	1987-2008	33.5%
Sweden	Rydqvist; Schuster; Simonov; de Ridder	406	1980-2011	26.1%
Switzerland	Kunz, Drobetz, Kammermann & Walchli; Ritter	159	1983-2008	28.0%
Taiwan	Chen	1,312	1980-2006	37.2%
Thailand	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti	459	1987-2007	36.6%
Turkey	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu	355	1990-2011	10.3%
United Kingdom	Dimson; Levis	4,877	1959-2011	16.1%
United States	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12,246	1960-2011	16.8%

Quello che in particolare emerge è la straordinarietà del dato cinese che, nonostante l'ampio lasso temporale preso a riferimento, e l'elevata numerosità campionaria¹³¹, rimane comunque estremamente elevato (137,4%) anche confrontato con altri stati considerati parimenti emergenti (Brasile 33,1%; India 88,5%), oltre che con i restanti paese cosiddetti sviluppati¹³².

A seguire la tabella H si trovano due grafici, rinvenuti nel sito *web* del Professore Ritter, nei quali vengono evidenziati l'*Average First Day Return* assieme al Volume di IPO registrati per anno dapprima nella Borsa di Hong Kong successivamente in quella di Shanghai, rispettivamente nell'intervallo 1980-2000 e 1990-2000 (dati aggiornati a maggio 2011)¹³³.

Number of Offerings and Average First-day Returns on Hong Kong IPOs, 1980-2010

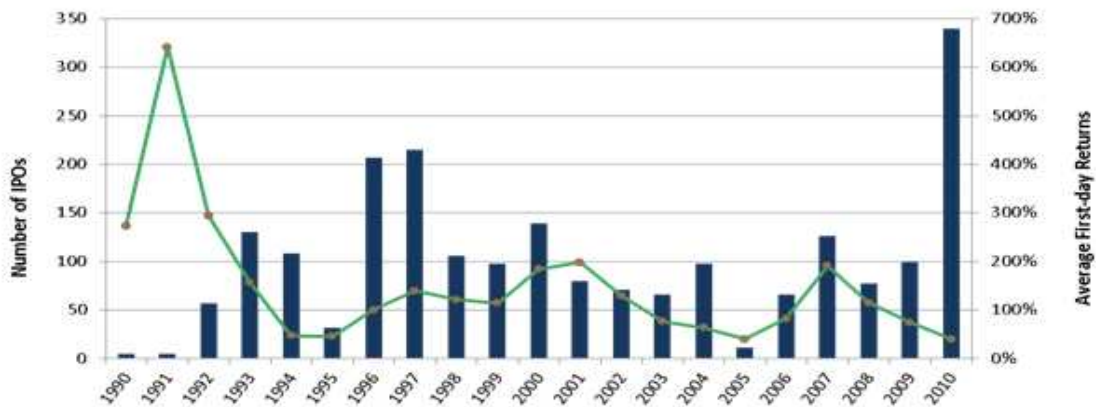


¹³¹ Entrambe queste caratteristiche, numerosità e dimensione, costituiscono base essenziale per poter parlare di campione rappresentativo: questo fa supporre che il dato estremamente elevato rilevato con riferimento all'IPO *Underpricing* cinese, sia effettivamente tale e non risultato di una selezione distorta dei dati raccolti. Diverso è invece il caso per l'Arabia Saudita che, se è vero che fa registrare un dato di IPO *Underpricing* davvero considerevole (264,5%), parimenti lo stesso è il risultato di un'analisi su sole 76 IPO in un lasso temporale di 8 anni. Analogo discorso vale per la Giordania il cui dato di *Underpricing* (149%) si basa su 53 IPO avvenute nell'arco di 9 anni.

¹³² Va precisato che l'eccezionalità del dato cinese, oltre a trovare spiegazione in primo luogo nelle cause che verranno ampiamente trattate nel III capitolo, dipende anche dalla modalità di raccolta dati e dalle informazioni reperibili. Purtroppo infatti il mercato finanziario cinese, soprattutto alle sue origini, presentava dati molto opachi, frammentati, nonché volatili. Oltretutto non sempre era possibile calcolare l'*Underpricing* al netto delle variazioni del relativo indice di mercato: si lavorava pertanto con dati "sporchi", non depurati. Tutti questi fattori, assieme a molti altri, hanno ovviamente influito sulla magnitudine dei dati registrati. Per approfondire si continui con la lettura del II e III capitolo dove verranno diffusamente trattate tutte queste *Chinese Characteristics*.

¹³³ Va precisato che si tratta quindi di un'analisi parziale rispetto al contesto della *Mainland China*, non essendo stata considerata la ben più impattante piattaforma di Shenzhen, che, come riportato in tabella A solo nell'anno 2010 ha fatto registrare ben 321 IPO.

Number of Offerings and Average First-day Returns on Chinese IPOs, 1990-2010



Va quindi rilevato che, come ci si aspettava, i casi di IPO *Underpricing* più notevoli si sono registrati nella neo-nata Borsa Valori della *Mainland China* (il riferimento è a Shanghai essendo l'unica rappresentata nel grafico sovrastante) dove, nonostante si assista ad una graduale riduzione dell'*Average Initial Return* con il progredire del tempo (ad eccezione del 2010), i livelli registrati rimangono pur sempre elevati.

Basti constatare che, mentre con riferimento alla Borsa di Hong Kong, il *range* di valori assumibili dall'IPO *Underpricing* spazia da un minimo di -5% (caso di *Overpricing*) ad un massimo di 40%, ben più ampio è l'intervallo considerato qualora si analizzi il fenomeno per Shanghai, collocandosi lo stesso tra 0 e addirittura il 700%.

Lo stesso dicasi per la tabella precedente, quella di Loughran *et al.* (2012), che riportando il valore di *Underpricing* tra le varie nazioni, distingue nettamente tra quella che è la realtà finanziaria di Hong Kong, nella quale si registra un *Average Initial Return* di "solo" il 15,4%, dal resto della Cina (137,4%).

In questo senso molti autori [Chan *et al.* (2004); Chen *et al.* (2000); Kimbro (2005); Li (2006); Mok&Hui (1998); Su (2004); Su&Fleisher (1999); Wang (2005)] hanno voluto, nel corso degli anni, concentrare i loro studi proprio sulla *Mainland China* e, sulla base di campioni d'analisi differenti, si è prospettato il seguente scenario di IPO *Underpricing*, rappresentato dalla seguente tabella riassuntiva¹³⁴:

¹³⁴ Nello specifico tale tabella riporta i dati dei *Chinese IPO Initial Returns* con riferimento alle sole emissioni di *A Shares*: per chiarimenti su questa tipologia azionaria si prosegue nella lettura dell'elaborato.

Tabella I: Chinese IPO Underpricing by Author

	Sample Size	Sample Period	Initial Return (%)
Mok&Hui (1998)	101	1990-1993	289
Su&Fleisher (1999)	308	1987-1995	949
Chen et al. (2000)	277	1992-1995	350
Su (2004)	587	1994-1999	128
Chan et al. (2004)	570	1995-1998	178
Wang (2005)	747	1994-1999	272
Kimbro (2005)	691	1995-2002	132
Li (2006)	314	1999-2001	135

Fonte: Cheung et al. (2009)

Dal campione di IPO che Mok&Hui¹³⁵ (1998) analizzarono tra il 1990 ed il 1993 si registrò un *Underpricing* medio del 289%, un dato davvero rilevante: essi cercarono di spiegare tale risultato allarmante in parte considerandolo quale diretta conseguenza dell'eccessiva presenza del Governo nella proprietà azionaria delle imprese quotate¹³⁶, in parte associandolo ai tempi di *listing* troppo lunghi¹³⁷ tra la data d'offerta e quella di inizio ufficiale delle negoziazioni.

¹³⁵ Mok, H.M.K., Hui, Y., 1998. Under-pricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 453–474.

¹³⁶ In realtà non furono gli unici autori ad arrivare a tale conclusione: che la presenza eccessiva del Governo potesse essere causa scatenante l'IPO *Underpricing* in Cina fu idea espressa anche da Chi&Padgett (2005) e Li (2004). Nello specifico Chi&Padgett (2005) enfatizzano questo concetto affermando che: “[...] in privatisation, the success of any IPO not only affects the individual company's reputation but also the government credibility. The government cannot afford any possible failure in the IPO markets. That is why the government has to make the supply much less than the demand, even at the cost of under-pricing”. Per ulteriori chiarimenti sul puntosi veda il II capitolo nel quale tale ingerente presenza governativa verrà analizzata nelle varie forme in cui si è manifestata, nonché il III capitolo nel quale la stessa verrà letta in un'ottica di *Underpricing*.

¹³⁷ Anche Tian (2003) nel suo *paper* concluse che il livello elevato di *Underpricing* cinese andava associato all'eccessivo *listing time*, oltre che allo squilibrio rilevato tra la domanda e l'offerta di azioni. Nello specifico con il termine *time lag*, o *listing time lag*, ci si riferisce ai giorni intercorrenti tra la data di offerta nel mercato primario e quella di effettivo inizio delle contrattazioni ufficiali nei listini borsistici. Tanto maggiore è l'ampiezza di questa finestra temporale tanto più saranno gli svantaggi sopportati dagli investitori: essi infatti si troveranno bloccati in una situazione senza via d'uscita, avendo impiegato parte del loro capitale senza però poterne trarre il relativo vantaggio associato all'investimento, se non quando il titolo verrà ammesso alle contrattazioni nel mercato secondario. Ciò detto va precisato che, mentre nei primi anni immediatamente successivi alla formazione delle Borse Valori in Cina l'ampiezza di questa finestra temporale era davvero considerevole, in tempi più recenti si sta assistendo ad un graduale ridimensionamento della stessa. Per appoggiarsi a dati reali, oltre che a semplici spiegazioni teoriche, Su&Fleisher, nel loro *paper* del 1999 intitolato *An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs* rilevarono per le IPO di tipo *A Shares* e quelle di tipo *B Shares* (si veda il prossimo capitolo per delucidazioni) un *time lag* medio rispettivamente di 260 e di 72 giorni: si trattava di un dato davvero considerevole e ben superiore se confrontato con quello di altre nazioni. In tal senso Loughran&Ritter (1995) riportarono *time lags* del valore di un giorno per gli US, 2 settimane per il mercato giapponese, un mese per il listino di Singapore, Taiwan ed Hong Kong e due mesi per la Thailandia: il dato

Parimenti anche Su&Fleisher¹³⁸ (1999) rilevarono, a partire dall'analisi di 308 IPO avvenute in Cina tra il 1987 ed il 1995, un valore medio ed uno mediano di *Underpricing* rispettivamente del 949% e del 231%: essi associarono tale straordinarietà del dato a cause differenti da quelle suddette.

Interpretarono infatti l'*Underpricing* quale un'azione volutamente implementata dalle imprese al fine di segnalare la propria qualità, cosicché le *good companies* avessero modo di distinguersi dalle *bad ones*, anche se questo implicava un certo costo per l'impresa: l'idea era che la sicura perdita di capitale associata all'*Underpricing* in sede di prima quotazione sarebbe stata successivamente recuperata attraverso le successive SEO¹³⁹.

Sempre Su (2004) giunse alla conclusione che l'elevato livello di *Underpricing* registrato soprattutto a livello di *A Shares* fosse consistente con l'ipotesi della Maledizione del Vincitore [Rock (1986)] e con la Teoria della Segnalazione¹⁴⁰ [Allen&Faulhaber (1989); Grinblatt&Hwang (1989); Ibbotson (1975); Welch (1989)].

Chen *et al.* (2000)¹⁴¹ invece ripresentarono l'ipotesi, asseverata dai loro studi empirici, che l'eccessiva ampiezza del *time lag* incidesse sulla magnitudine dell'*Underpricing*. Tale elemento non era tuttavia sufficiente a spiegare il dato medio del 350% rilevato su 277 IPO tra il 1992 ed il 1995: essi sostennero che tale eccezionalità era dipesa anche dall'inesperienza dei differenti attori coinvolti nel delicato processo di prima quotazione, sia nella veste di emittenti, che di *advisers* o investitori. Questi, soprattutto alle origini dei mercati borsistici cinesi, si dimostrarono estremamente approssimativi e poco informati sugli elementi chiave.

considerevolmente più elevato registrato per la Cina era probabilmente dovuto all'elevata quantità di *steps* da seguire ossequiosamente per ammettere un'impresa a quotazione [Su&Fleisher (1999)].

¹³⁸ Su, D., Fleisher, B.M., 1999. *An empirical investigation of Underpricing in Chinese IPOs*. *Pacific-Basin Financial Journal*, 7, 173-202.

¹³⁹ Essi inoltre sostennero che l'elevata differenza nel livello di *Underpricing* registrato per *A Shares* e *B Shares* (289% *versus* 26%) fosse riconducibile alle differenti opportunità di investimento riservate rispettivamente agli investitori domestici e a quelli stranieri. Per ulteriori approfondimenti si veda il relativo *paper*, nonché il III capitolo.

¹⁴⁰ Per ulteriori chiarimenti si veda, oltre ai riferimenti bibliografici esplicitati, il III capitolo.

¹⁴¹ Chen, G., Firth, M., Kim, J-B., 2000. The post-issue market performance of initial public offerings in China's new stock markets. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 14, 319-339.

Chan *et al.*¹⁴² (2004) analizzarono, in un intervallo temporale di quattro anni (1995-1998), ben 570 IPO avvenute nella nazione asiatica: questo li portò a documentare un *Underpricing* medio del 178% che gli stessi rilevarono, attraverso un apposito modello di regressione, essere associato positivamente con il *time lag*¹⁴³ e negativamente con la quantità di azioni offerte, ossia, più precisamente parlando, con l'IPO *Quota System*¹⁴⁴.

Kimbro nel 2005¹⁴⁵ adottò invece una prospettiva di analisi parzialmente diversa rispetto alle suddette: egli prevalentemente si chiese se le motivazioni sottostanti il livello di *A Shares Underpricing* (132%) registrato sulle 691 aziende quotande potesse ricollegarsi ad elementi preparatori all'IPO. Nello specifico giunse alla conclusione che le imprese cinesi erano solite sottostimare i loro ricavi in fase di stesura del prospetto finanziario: questo ovviamente comportava una valutazione peggiorativa dell'impresa e la conseguente fissazione di un *offering price* inferiore al dato reale.

Li (2006)¹⁴⁶ invece rilevò un *Initial Return* di 134 punti percentuali per le 314 imprese quotatesi in Cina tra il 1999 ed il 2001: la sua analisi in particolare si focalizzò sul ruolo giocato dalla *Corporate Governance* quale variabile esplicativa questo *puzzle* finanziario. Tuttavia egli constatò che questa variabile non aveva un impatto significativo sull'IPO *Underpricing*, se non per la parte relativa la *Board Composition*. Dalla sua indagine emerse inoltre che, come confermato anche da studi precedenti, le variabile negativamente correlate al sottoprezzo azionario erano la *offering size*, l'*offering price*, il *lottery rate* e l'anno di emissione in termini di *Hot Issue Market*.

Alla luce di questo veloce *excursus* su alcuni degli studi più rappresentativi in materia di *Chinese IPO Underpricing* emerge che molti sono stati gli autori ad essersi interessati

¹⁴² Chan, K., Wang, J.B., Wei, K.C., 2004. Underpricing and long-term performance of IPOs in China. *Journal of Corporate Finance*, 10, 409-430

¹⁴³ In questo senso l'*Underpricing* venne considerato quale una richiesta mossa dagli investitori che anticipavano l'impossibilità, per un periodo di tempo relativamente lungo, di negoziare le nuove azioni di cui erano venuti in possesso: era pertanto lo sconto fatto pagare all'impresa per l'imposizione di questo vincolo.

¹⁴⁴ Per ulteriori approfondimenti sull'IPO *Quota System* si veda il II capitolo. Ad ogni modo questa constatazione empirica suggerì che gli elevati livelli di *Underpricing* registrati erano associati alla scarsità dell'offerta di nuove azioni: tanto maggiore era il quantitativo di queste ultime tanto minore era la magnitudine dell'*Underpricing* [Chan *et al.* (2004)].

¹⁴⁵ Kimbro, M., 2005. Managing underpricing? The case of pre-IPO discretionary accruals in China. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 16 (3), 229-262.

¹⁴⁶ Li, L., 2006. Can corporate governance variables explain short-term IPO returns? A study of the Chinese market. *Accounting, Accountability & Performance*, 12 (1), 64-89.

al fenomeno: tuttavia lo stesso rimane ancora irrisolto, spiegato solo parzialmente da alcune teorie non del tutto esaustive.

Proprio questa comprovata eccezionalità nei dati, nonché la non risoluzione di tale anomalia, hanno costituito la motivazione principe per la stesura di tale elaborato: esso si propone - tra gli scopi citati nelle pagine introduttive - anche quello di indagare le motivazioni sottostanti tale straordinarietà nell'IPO *Underpricing* cinese a differenza delle altre nazioni che, seppur colpite, ne hanno risentito in misura nettamente inferiore. In tal senso si vuole qui proporre *in primis* un'adeguata panoramica del contesto economico-istituzionale e regolamentare cinese, così da comprendere il terreno su cui poggia l'intero processo domestico di quotazione (Capitolo II) ed in assenza del quale si procederebbe con un'analisi assolutamente distorsiva ed approssimativa. Successivamente (Capitolo III) si entrerà nel vivo dell'indagine, cercando di spiegare le cause dietro tale anomalia applicando al contesto cinese, qualora possibile, le già comprovate teorie occidentali di cui sopra.

Tuttavia, come si avrà modo di constatare nel capitolo a ciò dedicato, ci si imbatte spesso in situazioni di assoluta incompatibilità: moltissime delle teorie classiche, proposte e formulate sulla base del panorama US, verranno infatti completamente stravolte in fase di applicazione al contesto cinese, vuoi per il notevole ruolo giocato dal Governo in questa nazione a differenza delle altre, vuoi per altri caratteri domestici precipui¹⁴⁷.

E' proprio in questo senso che schiere di studiosi e professionisti del settore, di cui si sono fatti alcuni nomi precedentemente, sono intervenuti allo scopo di fornire teorie esplicative alternative, che considerassero le caratteristiche della specifica realtà oggetto di analisi senza appoggiarsi alle teorie classiche, poiché totalmente o parzialmente incompatibili.

Infine l'intero elaborato si chiuderà con il IV capitolo nel quale verrà proposta una propria personale indagine focalizzata esclusivamente sulle A *Share* IPO avvenute nelle

¹⁴⁷ Solo per citare alcuni dei casi più rappresentativi in questo senso la Teoria della Maledizione del Vincitore [Rock (1986)] applicata quale possibile spiegazione al contesto delle IPO *Underpricing* cinesi da Chi&Padgett (2005) e da Liu (2003) è riuscita solo parzialmente a spiegare i dati empirici rilevati. Lo stesso dicasi per le analisi condotte da Su&Fleisher (1999) e da Yu&Tse (2003) che hanno cercato di spiegare i risultati raccolti nel contesto cinese riferendosi rispettivamente alla Teoria della Segnalazione [Allen&Faulhaber (1989); Grinblatt&Hwang (1989); Ibbotson (1975); Welch (1989)] e dell'incertezza *ex ante* [Beatty&Ritter (1986)], ma senza arrivare a spiegazioni esaustive e complete.

Borse Valori di Shanghai e Shenzhen nel quadriennio 2009-2012: questo al fine di proporre uno studio dell'IPO *Underpricing* cinese che sia *in primis* il più recente ed aggiornato possibile, ma che oltre modo permetta di studiarne i cambiamenti rispetto al passato, allo scopo di interrogarsi sull'andamento che caratterizza questa anomalia; se di graduale attenuazione, come auspicabile alla luce del processo di riforme intrapreso, o sempre a livelli eccezionali.

Capitolo II

La Cina: contesto storico, economico ed istituzionale

2.1. INTRODUZIONE

Nel capitolo precedente si è proceduto a fornire una *Overview* del fenomeno di prima quotazione e del relativo *Underpricing*: nello specifico tale elaborato si prefigge di chiarire ed illustrare le cause sottostanti l'eccezionalità di tale *puzzle* finanziario con riferimento alla Cina, che - nel corso degli anni - ha infatti registrato dati di *Underpricing* anche a tre cifre.

Come già si evince dal titolo, questo specifico capitolo si pone l'obiettivo di fornire al lettore una chiara visuale del contesto cinese, sia in termini storici che da un punto di vista economico, istituzionale e regolamentare: basi senza le quali non si potrebbe procedere nell'analisi del fenomeno.

Solo avendo un quadro completo della realtà cinese, e comprendendone la relativa complessità, si potranno infatti capire le cause alla base dello straordinario dato di sottoprezzamento azionario che caratterizza tale nazione: si tratta di una fase imprescindibile per cogliere appieno la grandiosità ed eccezionalità del fenomeno.

Purtroppo, come già si accennava al capitolo precedente, le cosiddette "teorie classiche" di matrice occidentale, afferenti ai quattro filoni, non trovano facile applicazione nel contesto cinese, nel quale - tra l'altro - si rileva, nelle fasi più empiriche di ricerca, anche un'ulteriore problematicità legata alla reperibilità dei dati.

Infatti, come si avrà modo di sottolineare successivamente, le piazze finanziarie cinesi sono di recentissima formazione se confrontate con le altre controparti mondiali¹⁴⁸, il che si traduce nell'indisponibilità di dati che vadano oltre il ventennio.

¹⁴⁸ Se ne parlerà più approfonditamente ai paragrafi successivi ma si fa riferimento ai primi anni 90 con la creazione della borsa di Shanghai e di Shenzhen. Ad oggi è pertanto trascorso un periodo poco più che ventennale dalla fondazione ufficiale dei mercati azionari cinesi. Si tratta di un abisso se confrontato con le altre realtà mondiali. In particolare l'Europa, seguita a breve distanza dagli Stati Uniti d'America, ha visto il fiorire delle prime Borse Valori nel XVI secolo con la prima Borsa, quella di Anversa, fondata nel 1531. Da lì vi fu un proliferare incalzante che portò alla fondazione nel 1564 della Borsa di Londra e nel

Inoltre la Cina, per motivazioni da ricercare nella sua realtà storica, culturale nonché per il contesto istituzionale, rappresenta un caso di assoluta unicità, un valido terreno di ricerca che, proprio per queste peculiarità si palesa quale soggetto di grande interesse.

In particolare, pensare di poter applicare al contesto cinese le “teorie classiche”, che presuppongono la totale libertà dell’operatore economico, è assolutamente impossibile o attuabile solo parzialmente: da ciò si è aperto un rigoglioso filone di teorie alternative, nate con l’intento di spiegare il fenomeno calandosi nei particolarismi della nazione asiatica.

Si deve infatti tenere debitamente in considerazione la massiccia presenza che il Governo cinese esercita nei confronti dell’economia nazionale e del sistema finanziario domestico, caratterizzato appunto dall’imposizione di una rigida regolamentazione, nonché dalla prescrizione di politiche estremamente restrittive in tema di emissioni azionarie e *pricing* delle stesse¹⁴⁹.

Nonostante sia corretto sottolineare che, a livello di andamento, gli studi empirici più recenti condotti in tale direzione dimostrano un graduale miglioramento in termini di riduzione nell’IPO *Underpricing*¹⁵⁰, è comunque doveroso evidenziare la natura estremamente artificiosa del mercato dei capitali in Cina, anche a causa delle origini di stampo socialista della stessa.

A tal proposito autori quali Allen (2001) ribadirono - nei loro studi - l’importanza delle istituzioni finanziarie e del *framework* regolamentare nella fase di *investing* e di *asset pricing*, mentre la *Corporate Finance* tenderebbe erroneamente a soffermarsi prevalentemente sui problemi di agenzia, pur importanti ma non unici.

1771 alla creazione della Borsa Valori di Vienna. Il 17 maggio del 1792 fu invece la volta di una delle più importanti piazze di negoziazioni su scala mondiale: il riferimento è alla *New York Stock Exchange* (NYSE). Infine, con riferimento alla situazione italiana, il 1808 è stato l’anno decisivo per la fondazione, attraverso un decreto napoleonico, della Borsa Valori di Milano, allora detta Camera di Commercio di Milano. Tuttavia Borsa Italiana S.p.A., intesa come la società che gestisce la Borsa Valori di Milano, ebbe effettivamente origine il 2 gennaio 1998: ad oggi la stessa è confluita nel *London Stock Exchange Group* dopo che, nel 2007, la Borsa Valori di Milano e quella di Londra si sono fuse.

¹⁴⁹ Il riferimento è al *Quota System* e al *Pricing cap* di cui si parlerà in maniera più approfondita nel proseguo del presente capitolo, quando verranno passate in rassegna tutte le caratteristiche del contesto istituzionale cinese.

¹⁵⁰ Le cause di tale miglioramento vanno ricercate perlopiù nella minor intromissione dello Stato, che gradualmente si sta facendo da parte. Esempio in questo senso sono le ultime riforme sulla regolamentazione, che consentono di rispecchiare maggiormente il reale andamento del mercato, comportando un minor livello di *Underpricing*. Si veda l’analisi di Chiou *et al.* (2010).

Come rinvenibile nella tabella H presente nel I capitolo, la Cina ha catalizzato l'attenzione di un vasto pubblico di studiosi, data l'eccezionalità dei risultati registrati in materia di IPO *Underpricing*: questi si sono dimostrati allarmisticamente superiori rispetto ai dati rinvenuti sia per le controparti sviluppate che per i paesi emergenti [Loughran *et al.* (2012)].

Nello specifico i diversi studi empirici di matrice sino-centrica hanno evidenziato un sotto-prezzamento in fase di IPO che, nel corso delle diverse fasi temporali, si è attestato attorno ad un *range* di valori medi tra i 124 e 949 punti percentuali [Chi&Padgett (2005), Su&Fleisher (1999), Yu&Tse (2003)] ed un valore mediano tra 119% e 241%.

Nulla a che veder con i dati registrati nelle economie cosiddette sviluppate, in cui gli *Abnormal Positive Returns* si aggiravano attorno un *range* di valori ben più moderato, tra l'11 ed il 48% [Ljungqvist (1997), McGuinness (1992) Ritter&Welch (2002)], ma neppure con gli *Underpricing* registrati nelle nazioni normalmente considerate più simili al contesto cinese per motivi legati ad un'affinità economica ed istituzionale, quali ad esempio Brasile ed India.

In questo specifico caso i differenti studi hanno registrato *Abnormal Returns* tra un valore minimo di 33 ed un valore massimo di 104 punti percentuali [Kim *et al.* (1995), Marisetty&Subrahmanyam (2006)].

2.2. LA STORIA: THE CHINESE REFORM

2.2.1. Il contesto storico

Come affermato al paragrafo precedente si vuole ora procedere con un'analisi dettagliata del contesto storico, istituzionale e regolamentare che caratterizza tale nazione, e nella cui indagine risiedono le motivazioni per gli incredibili dati registrati in fase di *listing*.

Va immediatamente precisato che, nonostante un *excursus* storico possa sembrare noioso e non funzionale alla comprensione del fenomeno dell'*Underpricing*, esso è in realtà una tappa fondamentale, nonché tassello di un mosaico ben più ampio e

complesso: la mancata analisi di questo non consentirebbe di formulare una visione esaustiva del fenomeno.

Le origini della Repubblica Popolare Cinese (d'ora in poi PRC, *People's Republic of China*) vanno ricercate il 1 ottobre 1949 quando l'allora *leader* della fazione Comunista, Mao Zedong, trionfò dopo una guerra civile contro i Nazionalisti protrattasi per quasi due decenni.

Circa un decennio più tardi, nel 1958, Mao, anche conosciuto con l'appellativo di "Grande Timoniere" per il suo notevole carisma, lanciò il cosiddetto piano del "*Great Leap Forward*", letteralmente "Il Grande Balzo in avanti": si trattava di un piano economico quinquennale (1958-1962), in piena linea con quanto ci si aspetterebbe da una nazione a regime socialista¹⁵¹.

Questo consisteva prevalentemente in un processo di collettivizzazione del settore agricolo¹⁵² nonché nella creazione di un'industria fortemente basata sul lavoro, così da poter raggiungere un livello di crescita economica tale da consentire alla Cina, entro il 1988 almeno secondo i piani, di diventare una tale forza mondiale da ostacolare il colosso statunitense nella corsa all'eccellenza.

Oltre al piano quinquennale suddetto il leader del CCP¹⁵³ fu promotore nel 1966 della cosiddetta *Cultural Revolution* o, per essere più precisi, *Great Proletarian Cultural Revolution*: si trattava di una campagna decennale, prevalentemente di stampo ideologico-politico, volta a generare fermento e sollevazione tra la popolazione.

Scopo ultimo era rafforzare l'immagine del partito comunista, eliminando ogni traccia di capitalismo e creando quasi una "venerazione" nei confronti della figura di Mao Zedong e della dottrina Maoista. Come ampiamente dimostrato da testimonianze raccolte in quegli anni questo movimento utilizzò, quale arma di trasformazione della società, la violenza [Harper (2009)].

¹⁵¹ Per la sua formulazione si prese a riferimento il *planning system*, già implementato nell'Unione Sovietica. Va inoltre precisato che il *Great Leap Forward* fu preceduto da un altro piano quinquennale, nel periodo 53-57, che fu però meno incisivo e volto maggiormente a porre le basi per i progetti futuri.

¹⁵² Per ulteriori approfondimenti si veda il sotto-paragrafo "La riforma agricola".

¹⁵³ Sigla di *Chinese Communist Party*. Spesso ci si riferisce ad esso anche attraverso la sigla: CPC, acronimo di *Communist Party of China*. Si tratta di sue sigle differenti, ma che si riferiscono allo stesso soggetto.

Quando Zedong morì, nel settembre del 1977, il panorama politico cinese si ritrovò a vivere una situazione di temporanea instabilità: *in primis* si insediò la cosiddetta *Gang of Four*, una fazione politica afferente al Partito, composta per l'appunto da quattro membri fra cui anche la vedova di Mao.

Successivamente al loro arresto con l'accusa di cospirazione politica, si insediò al potere, per non più di un biennio (1978-1980), l'uomo che lo stesso "Grande Timoniere" aveva designato quale suo successore: Hua Guofeng.

In sua presenza ebbe luogo nel 1977 l'Undicesimo Congresso, dal quale però non trasparì alcuna spinta riformista, anzi: in quella sede Guofeng riconfermò l'approccio classico del passato, additando quale causa dei trascorsi fallimenti politici deviazioni verso il Capitalismo, e condannando pesantemente questa tipologia di atteggiamenti distorsivi.

Tuttavia la sua fu non più che un'apparizione, quasi nell'immediato soppiantata da una figura che si rivelerà di gran spicco nel contesto politico cinese e che contribuirà notevolmente a riformare l'intero sistema, quella di Deng Xiaoping¹⁵⁴.

Quest'ultimo, che durante l'era di Mao era stato per ben due volte allontanato dal partito comunista con l'accusa di aver intrapreso la "strada del Capitalismo", non solo tornò dal suo esilio forzato, ma al suo rientro ottenne il supporto del Partito [Harper (2009)].

A differenza del suo predecessore egli riconobbe la necessità di fare un passo indietro ed aprirsi ad un'epoca di riforme: a suo parere la Rivoluzione Culturale aveva causato ingenti danni all'economia cinese¹⁵⁵, facendola affondare in uno stato di sviluppo quasi primordiale. Era quindi giunto il momento di attuare dei cambiamenti nei cosiddetti quattro aspetti più significativi del paese di cui già in precedenza, negli anni '60, si discusse all'interno del Governo¹⁵⁶, ma senza allora procedere con piani pratici di attuazione.

¹⁵⁴ Lo stesso Deng Xiaoping nel 1979 divenne Presidente della Commissione Militare per volontà del Partito. Si trattava indubbiamente di una figura notevole e molto carismatica. Ciò nonostante molti sostennero [Chow (2004)] che, con o senza la sua presenza, il contesto cinese di quell'epoca versava in una situazione talmente drammatica da indurre comunque ad una rivoluzione.

¹⁵⁵ Molti studiosi si sono in realtà interessati alle conseguenze ed ai risultati della Rivoluzione Culturale in Cina. Chow (2004) ad esempio sostenne l'assoluta impopolarità della stessa, dati gli innumerevoli casi di violenza: per questo motivo si palesava necessario, al fine di riottenere il sostegno del popolo, che il Partito Comunista cambiasse direzione, focalizzandosi su elementi che portassero al cambiamento, alla modernizzazione ed al benessere della gente.

¹⁵⁶ Per maggiori chiarimenti si veda il sotto-paragrafo successivo.

2.2.2. La riforma economica

Nonostante il processo di riforme venga comunemente ricondotto all'anno 1978, dal quale effettivamente tutto ebbe concretamente inizio, le radici dello stesso vanno ricercate nel discorso del Primo Ministro dell'allora Governo Mao, il pragmatico Zhou Enlai¹⁵⁷, che nel dicembre del 1964 parlò di un processo di modernizzazione attinente a quattro settori specifici, le cosiddette “Quattro Modernizzazioni”: l'agricoltura, l'industria, il settore scientifico-tecnologico e l'apparato militare.

Si riteneva già allora che fossero questi gli ambiti più in sofferenza ed in *deficit*, che dovevano essere risanati e rafforzati il prima possibile per condurre la Cina ad una considerevole crescita economica e, conseguentemente, ad un miglioramento della sua posizione politica su scala mondiale.

Ciò nonostante tale idea venne allora accantonata per lasciare spazio all'attuazione delle “Rivoluzione Culturale”, fortemente sostenuta dal “Grande Timoniere”, e fatta percepire al popolo quale priorità per la Cina del tempo.

Quando quest'ultima si dimostrò fallimentare, nonché violenta, divenne indispensabile procedere con l'attuazione di quelle riforme che erano state in precedenza erroneamente abbandonate.

Secondo alcuni [Chow (2004)] i motivi principali che portarono a tale *turning point* potevano ricondursi principalmente alle tre spiegazioni sotto riportate:

1. la testimonianza portata da quegli stati limitrofi che, governati secondo l'approccio del *planning system* al pari del contesto cinese¹⁵⁸, col tempo si erano rivelati economicamente sottosviluppati e difficili da gestire. Si trattava pertanto di un monito a non procedere più in quella direzione;
2. la florida economia di quelle nazioni che, al contrario, avevano preferito adottare un approccio *market-oriented* e *market-driven*, portando a casa risultati invidiabili. Si fa esplicito riferimento ad aree quali Taiwan, Hong Kong,

¹⁵⁷Zhou Enlai venne a mancare nel gennaio 1976, poco prima di poter quindi assistere all'implementazione di tutte quelle riforme di cui lui stesso era stato grande sostenitore e a causa delle quali non era ben visto dallo stesso Zedong. Si distingueva infatti per il suo approccio estremamente pragmatico, rifuggendo qualsiasi tipo di dogmatismo, pratica invece piuttosto imperante nel regime comunista cinese.

¹⁵⁸ Si fa riferimento implicito agli stati dell'Est Europa così come all'Unione Sovietica.

Singapore e Corea del Sud che, pur molto vicine alla Cina, avevano adottato un impianto economico completamente differente, a loro gran vantaggio¹⁵⁹;

3. la totale insoddisfazione del popolo cinese che, dopo quasi un decennio di soprusi, violenze e bassissimi *standard* di vita sopportati per raggiungere gli “scopi del Partito”¹⁶⁰, aveva ora voglia di reagire, intraprendendo una strada di sviluppo e crescita, che portasse ad un complessivo innalzamento del livello di benessere.

Alla luce di quanto finora detto il 1978 si presenta quale data fondamentale nella storia cinese, segnando l’inizio di una straordinaria epoca di riforme: tale eccezionalità va ricercata non solo nell’effettivo impatto delle riforme, ma anche per il contesto in cui queste hanno avuto luogo, fino ad allora estremamente rigido e violento.

In particolare fu proprio in occasione della terza sessione plenaria dell’Undicesimo Congresso (dicembre 1978) che Deng Xiaoping espose le sue idee e trovò un consistente appoggio da parte del CCP.

In quella sede si chiarì quale direzione avrebbe intrapreso il processo riformista, enfatizzando la necessità di i) creare o espandere, qualora esistenti, relazioni economiche di cooperazione con altre nazioni, ii) di equipaggiarsi delle più recenti e sofisticate tecnologie su scala mondiale, nonché iii) di intervenire con una riforma sul sistema educativo¹⁶¹ creando un corpo di professionisti, tecnici e studiosi preparati [Tisdell (2009)].

¹⁵⁹ Non a caso nell’elenco vi è anche la Regione Amministrativa Speciale di Hong Kong che, a quel tempo era ancora colonia britannica e quindi non soggetta al regime socialista cinese. Lo stesso raffronto venne fatto con situazioni quali Corea del Nord e del Sud, Germania, o più in generale, Europa dell’Est e dell’Ovest. In tutti questi casi si assisteva ad una situazione per la quale, la parte di nazione-continente soggetta ad un regime socialista, e quindi ad una pianificazione centralizzata della sua economia, soffriva pesantemente ed i suoi cittadini il più delle volte versavano in situazioni di bisogno, nonché di ignoranza.

¹⁶⁰ Secondo alcuni studiosi [Qian *et al.* (2008), Tisdell (2009)] le motivazioni per le quali il popolo cinese ha resistito in tale situazione, anche se talvolta ritenuta ingiusta, vanno ricercate non solo nelle istituzioni politiche, ma anche nel *background* culturale. Questo infatti talvolta è talmente radicato da poter esso stesso influenzare l’economia e le istituzioni di un paese. Ad esempio il confucianesimo, una dei credi più diffusi in Cina, sottolinea il grande rispetto che deve essere incondizionatamente portato alle autorità.

¹⁶¹ In uno dei suoi discorsi più rappresentativi Deng Xiaoping espose egregiamente questo concetto utilizzando le seguenti parole: “*For many years we have neglected the study of political science, law, sociology and world politics, and now we must hurry to make up our deficiencies in these subject. Most of our ideological and theoretical workers should dig into one or more specialized subjects. All those who can do so should learn foreign languages, so as to be able to read important foreign works on the social sciences without difficulty. We have admitted that we lag behind many countries in our study of the natural sciences. Now we should admit that we also lag behind in our study of the social sciences, insofar as they are comparable in China and abroad. Our level is very low and for years we haven’t even had*

Inoltre si riconobbe la necessità di intervenire sulla Burocrazia, spesso di ostacolo per il raggiungimento del benessere economico, e sul ruolo rivestito dagli impiegati governativi, spesso pesantemente presenti all'interno della gestione aziendale che nelle loro mani si dimostrava inefficiente.

Si trattò di un periodo, quello riformista, che portò la Cina a registrare una crescita economica davvero ragguardevole tra il 1978 ed il 1998, dell'ordine del 9,5% annuo in termini di PIL reale [Chow (2004)].

Tale dato costituì a sua volta un incentivo per proseguire su questa strada: risultati così positivi non poterono infatti che rassicurare anche i più scettici circa la necessità e gli effetti benefici apportati da tali riforme.

Altri dati quantitativi suffragarono il successo di tali riforme; basti pensare che il PIL cinese del 2006 si attestò a valori circa tredici volte maggiori rispetto a quelli registrati nel 1978: per la precisione dai 157,7 miliardi (US\$) del 1978 ai 2100 miliardi (US\$) registrati nel 2006¹⁶².

In particolar le riforme hanno colpito prevalentemente l'assetto istituzionale, che è infatti stato stravolto seppur con un processo graduale e per stadi successivi.

Tuttavia l'impianto politico non è stato coinvolto o perlomeno non così pesantemente: la Cina è rimasta, anche a seguito delle molte riforme, una nazione *one-party*, fondata sulle volontà dei *Top-leaders* del CCP.

In particolare in questa, ed in altre caratteristiche, la riforma cinese si distinse da quella avvenuta nell'Unione Sovietica e negli altri stati dell'Est Europa, dove il processo di cambiamento avvenne in un modo tanto violento e profondo da intaccare la stabilità delle nazioni coinvolte.

In quest'ultimo senso la letteratura economica [Chow (2004)] parla di *shock therapy* – talvolta conosciuta anche con l'appellativo di *Big Bang approach* – in contrapposizione con la *gradual therapy*, approccio per l'appunto adottato nel contesto cinese¹⁶³.

adequate statistical data in the social sciences, a lack that is naturally a great obstacle to any serious study' [Xiaoping (1979)].

¹⁶² Per il calcolo di tale dato ci si è basati sulle informazioni rivenienti dalla *World Bank Information*.

¹⁶³ In tal senso anche Xu&Wang (1999) si espressero analizzando quanto il successo del periodo riformista fosse dipeso principalmente dalla fase di ristrutturazione delle SOE di cui si parlerà nel seguito. Nello specifico gli autori evidenziarono una duplice possibilità di gestione della riforma, la quale poteva condursi secondo un *market* od un *ownership approach*. La prima modalità, effettivamente impiegata nel contesto cinese, enfatizzava il ruolo del mercato che, se organizzato in maniera efficiente, avrebbe portato

Infatti, anche alla luce del particolare e delicato contesto storico, il Partito preferì procedere molto gradualmente, senza un prefissato schema da seguire: sostanzialmente si adottò un approccio estremamente sperimentale, dove, considerando i risultati ottenuti al primo stadio, si prendevano le successive decisioni.

Questo approccio venne definito dallo stesso Deng Xiaoping quale “*Crossing the river by groping the stones*”, quasi a significare che ogni passo chiariva il successivo da intraprendere e che il pragmatismo doveva imporsi sull’ideologia fino ad allora tanto propagandata [Chow (2004)].

Tale gradualità nell’approccio si dimostrò anche molto funzionale per ottenere l’accettazione dal Partito: uno sconvolgimento troppo repentino dell’impianto istituzionale nazionale non sarebbe infatti mai stato accettato dallo stesso perché contrario a tutti i principi cardine; al contrario, implementando l’altro approccio, più *soft*, la necessità di un cambiamento, seppur progressivo e non immediato, venne percepita dal Partito quale indispensabile.

In un discorso di Deng Xiaoping del 1984 venne pubblicamente chiarito l’obiettivo della Riforma: in tale senso si parlò della volontà di creare un “*Market Socialism with Chinese characteristics*”.

Tale espressione, ad oggi ancora sprovvista di una definizione ufficiale, metteva in risalto tanto lo stampo socialista quanto quello nazionalista delle riforme.

Sostanzialmente Xiaoping - con questa locuzione - volle enfatizzare la necessità di migrare verso un “modello di mercato”, adottando un approccio pragmatico, ma considerando al contempo la realtà culturale ed economica della Cina, con tutte le sue particolarità: da qui l’aggiunta “*with Chinese characteristics*”.

Pur tuttavia egli voleva anche fortemente sottolineare il persistere della centralità del Partito, il cui ruolo mai sarebbe stato intaccato dalle riforme¹⁶⁴.

ad un automatico miglioramento delle SOE. Dall’altro lato invece si prevedeva un massiccio intervento nella struttura proprietaria: i sostenitori di questo secondo approccio, adottato nel contesto dell’Unione Sovietica, ritenevano che solo passando nelle mani di privati si sarebbe potuto raggiungere un valido livello di efficienza.

¹⁶⁴ Tisdell nel suo *paper* (2009) cercò di capire se il *Market Socialism* a cui si riferiva Xiaoping fosse lo stesso illustrato da Lange (1938). Ne emerse che il modello cinese, pur rispecchiando alcune delle caratteristiche di Lange, non si conformava perfettamente allo stesso. Nonostante il CCP avesse mantenuto il suo ruolo centrale durante il processo riformista, i mezzi di produzione erano prevalentemente passati nelle mani del settore privato e le politiche correttive di distribuzione per riequilibrare la disparità nei salari si erano rivelate altamente inefficienti. Alla luce di quanto detto anche

Nello specifico questo succedersi di cambiamenti consentì alla Cina, attraverso un processo *trial&error*, di passare da un regime in cui il ruolo del mercato era pressoché inesistente, ad una situazione diametralmente opposta, anche se per passaggi gradualmente [Tisdell (2009)].

Ciò nonostante va precisato che, al succedersi delle differenti riforme, il ruolo del Governo divenne gradualmente meno invasivo nei confronti del contesto economico, lasciando che quest'ultimo si sviluppasse in autonomia, secondo le forze del mercato.

La riforma economica ebbe inizio a partire dal settore agricolo poiché a quel tempo esso rappresentava il fondamento dell'economia nazionale [Tisdell (2009)].

Tuttavia i provvedimenti attuati in tale direzione si dimostrarono talmente efficaci da venir successivamente applicati alla totalità dei settori economici oggetto di riforma.

Deng Xiaoping era inoltre fervido sostenitore di un sistema che si basasse sulle responsabilità di ciascuno e che in quanto tale premiasse i meritevoli: il principio di base a sostegno delle sue idee era "A ciascuno secondo il proprio lavoro", che si poneva in netto contrasto con la precedente filosofia capeggiata dalla massima "A ciascuno secondo il proprio bisogno".

Sostanzialmente Xiaoping era dell'opinione che andassero premiate le persone sulla base delle loro azioni e che la retribuzione delle stesse dovesse essere calcolata avendo riguardo della quantità e qualità del prodotto generato.

Tutto ciò era decisamente in contrasto con l'idea di "Equità" sulla quale si era fino ad allora basata l'intera filosofia del CCP: egli stava mandando esattamente il messaggio opposto, demolendo il concetto di egualitarismo¹⁶⁵ e della *Iron rice bowl*¹⁶⁶, e premiando invece un sistema meritocratico, che considerasse la *performance* quale

Qian&Wu (2000) sentenziarono che il *Market Socialism* come proposto da Lange (1938) non era lo stesso attuato nel contesto cinese.

¹⁶⁵ Per Egualitarismo si intende una concezione politico-sociale che, molto diffusa tra i movimenti socialisti, sostiene un'uguaglianza di fatto oltre che di diritto. In pratica essa si realizza attraverso la ripartizione equa di tutti i beni della società tra i vari membri.

¹⁶⁶ Si tratta di un'espressione idiomatica cinese. Questa fa riferimento al contesto lavorativo pre-riforma nel quale, i lavoratori delle imprese statali (*State Owned Enterprises* o anche SOE) che allora erano pressoché le uniche esistenti, nonché i membri dell'esercito e del servizio civile, erano controllati, direttamente o indirettamente, dal Governo. In particolare i loro salari e benefici, così come la sicurezza di non perdere il lavoro, non erano collegati alle *performance* registrate, come ci si aspetterebbe, ma erano preventivamente decisi e assicurati indipendentemente dagli avvenimenti. L'intromissione dello Stato nella vita dei privati cittadini raggiunse allora livelli inimmaginabili: per intercessione diretta del Partito o di suoi ufficiali veniva controllato ogni singolo aspetto della vita di un lavoratore, dalla scelta della casa al tipo di istruzione a cui potevano ambire.

indicatore dell'avanzamento economico e sociale effettuato da ciascun individuo [Tisdell (2009)].

2.2.3. La riforma agricola

Come annunciato al paragrafo precedente tutto ebbe iniziato intervenendo dapprima sul settore agricolo. Quest'ultimo infatti agli inizi del 1978 versava in una situazione alquanto problematica, trascinandosi appresso le conseguenze delle decisioni prese da Mao durante il suo regime. In tal senso è doveroso fare un passo indietro per comprendere in quale situazione versavano le campagne cinesi.

Nell'ottica di creare una nuova Cina¹⁶⁷ e di stravolgere l'impianto tradizionale basato sul rapporto gerarchico mezzadri-latifondisti e lavoratori-capitalisti, il "Grande Timoniere", nei primi anni del suo regime, attuò una liberazione delle campagne cinesi dai loro possidenti terrieri, affidando la cura ed il controllo delle stesse ai contadini che fino ad allora vi avevano prestato servizio.

Si assistette pertanto a delle devastanti campagne di terrore che, se da un lato portarono alla liberazione delle terre agricole, dall'altro causarono la morte o la persecuzione di moltissimi latifondisti, accusati di essere nemici della società per il sol fatto di possedere delle proprietà.

Da allora il settore agricolo subì uno stravolgimento organizzativo che doveva essere in linea con i principi della dottrina Maoista: dapprima venne implementato un progetto di collettivismo basato sulla figura delle cosiddette "strutture familiari", successivamente, in occasione dell'attuazione del "*Great Leap Forward*"¹⁶⁸, si procedette aumentando

¹⁶⁷ Non appena prese il potere Mao Zedong ribattezzò la nazione con l'appellativo "Nuova Cina": l'obiettivo era di creare nel popolo cinese la convinzione di far parte di una nuova unita realtà economico-sociale. Egli si dimostrò un *leader* abilissimo soprattutto riuscendo ad esercitare un fortissimo controllo ideologico sulla popolazione [Harper (2009)].

¹⁶⁸ Le motivazioni sottostanti all'attuazione di questo piano quinquennale risiedono nella rottura dei rapporti - fino ad allora positivi - con l'Unione Sovietica. La Cina, che conseguentemente si ritrovò da sola, senza appoggi ed alleati, optò per un regime di autosufficienza: si voleva pertanto produrre quanto necessario senza il ricorso ad aiuti esterni. In questo clima Mao Zedong elaborò l'idea del *Great Leap Forward*, un programma estremamente ambizioso che, attraverso l'appoggio popolare, doveva teoricamente portare ad un incremento della produzione di materie prime essenziali per la crescita del paese quali carbone, acciaio ed elettricità [Harper, (2009)]. Dello stesso si è già accennato alle pagine precedenti.

ulteriormente il grado di collettivizzazione attraverso la creazione dei refettori collettivi, il cosiddetto *Commune System*.

Sostanzialmente i contadini si ritrovarono a cooperare all'interno di *team* costituiti da circa una quarantina di persone: l'eventuale maggior lavoro eseguito da uno dei membri andava a beneficio dell'intero gruppo, in perfetta linea con l'idea di egualitarismo. Non vi era pertanto alcun riconoscimento ed apprezzamento per lo sforzo e per la fatica individuale.

Durante gli anni di Deng Xiaoping invece si adottò il cosiddetto *Household Responsibility System* che, già implementato in alcuni contesti agricoli nazionali in via del tutto ufficiosa, si era da subito dimostrato estremamente vincente.

Nella pratica si abolì il vincolo del collettivismo, consentendo ai contadini di lavorare le terre singolarmente invece che in squadra: questo gli permise di velocizzare ed aumentare considerevolmente la produzione. In tal maniera essi erano non solo in grado di adempiere ai loro obblighi produttivi, che continuavano a persistere ed erano imposti dalle entità governative locali, ma riuscivano anche a produrre un *surplus*, sul quale veniva riconosciuta una ricompensa addizionale a titolo personale e non più in condivisione.

Ne emerse un sistema estremamente più efficace, che permise non solo alla produzione agricola di raggiungere livelli davvero elevati, ma anche agli agricoltori di beneficiare, almeno parzialmente, del loro lavoro, trattenendo – per la prima volta dall'insediamento del Partito - una parte di quanto prodotto ad uso personale.

Nella pratica questa riforma agricola si concretizzò con la creazione delle prime forme di aziende private, conosciute con il nome di *Township and Village Enterprises*¹⁶⁹ (sigla: TVE), denominazione appropriata considerando il contesto rurale di appartenenza. Nel periodo iniziale queste risentirono pesantemente della non appartenenza ad un piano statale di sviluppo: ogni tentativo di accesso al mercato dei capitali era loro bloccato. Inoltre soffrirono l'indisponibilità di materie prime e della strumentazione necessaria alla trasformazione delle stesse.

¹⁶⁹ Va però precisato che già in tempi precedenti ed in via ufficiosa esistevano delle piccole imprese agricole nate come conseguenza della decisione politica presa nel 1971 e volta a finanziare un processo di meccanizzazione dell'agricoltura.

Con il procedere della riforma invece si assistette ad una rapida espansione di tali imprese agricole private, *in primis* poiché attraverso l'attuazione dell'*Household Responsibility System*, di recente implementazione, il *surplus* prodotto veniva trattenuto nelle aree rurali, fornendo quanto necessario per la campagna investimenti.

In secondo luogo, il regime di doppio-prezzo¹⁷⁰ aprì l'accesso ai mercati, alle materie prime e alla strumentazione necessaria [Lin *et al.*(1998)].

Questa idea della “decolettivizzazione”, una volta implementata, si dimostrò talmente vincente da divenire punto di riferimento anche per riformare gli altri settori in difficoltà. In particolare in un documento di importanza storica datato 1984¹⁷¹, si sottolineò come, dato il successo conseguito nella riforma rurale, a questa dovesse seguire un altrettanto vigorosa riforma in altri ambiti, specie quello urbano.

2.2.4. La riforma delle *State Owned Enterprises* (SOE)

Analizzando la realtà economica della Cina pre-riforma emergeva un contesto industriale costellato da imprese statali anche conosciute con l'acronimo di SOE, ossia *State Owned Enterprises*, delle quali si accennava anche in precedenza.

Quando nel 1978 furono mossi i primi passi verso la creazione di un'economia *market-oriented* le SOE ancora dominavano il panorama industriale cinese: esse erano considerate il motore pulsante dell'economia nazionale, in perfetta linea con l'ideologia socialista della nazione.

Di lì a breve si sarebbe assistito ad un notevole cambiamento sia in termini di minor incidenza delle imprese statali sul totale della produzione industriale¹⁷², sia per la

¹⁷⁰ Si veda il paragrafo a ciò dedicato.

¹⁷¹ Il riferimento è al documento intitolato *A Decision on the Reform of the Economic Structure* emanato nel 1984 dal *Central Committee* del CCP.

¹⁷² Durante il ventennio riformista (1978-1998) il contributo delle SOE al totale della produzione industriale cinese crollò da un iniziale appagante 77,6% ad un 28,8% nel 1996 [Lin *et al.* (1998)]. Ci si riferisce in particolare alle SOE di grandi dimensioni, che pur costituendo solo il 5,6% del totale delle SOE in termini quantitativi, contribuivano per il 60% in termini di produzione del valore (entrambi i dati si riferiscono all'anno 1996). Secondo i dati riportati da Qian&Wu (2008) più del 60% della ricchezza nazionale veniva prodotta da imprese private: si stava pertanto assistendo ad un declino dell'impresa statale su più fronti.

creazione di un settore contrapposto, ossia il *Non-State Sector*, che fino ad allora era stato pressoché inesistente¹⁷³.

In particolare, mentre le nascenti imprese non statali dovettero affrontare situazioni difficoltose in termini di approvvigionamento delle materie prime, di ottenimento dei finanziamenti e di vincoli di *budget* imposti, tali da rendergli “vita difficile”, le SOE d’altro canto si trovarono per la prima volta ad operare in un ambiente competitivo.

Questo indusse le stesse a migliorarsi anche concedendo maggior autonomia ai *manager*: il tutto comportò un notevole aumento della produttività accompagnato però da una deludente *performance* in termini di profittabilità, probabilmente conseguenza della perdita della rendita di monopolio [Lin *et al.* (1998)].

La riforma delle SOE, anche sulla base di considerazioni che elogiavano il processo di privatizzazione quale unico strumento per aumentare l’efficienza nelle stesse, ha cercato di ridurre la presenza statale con un approccio sempre graduale, del tipo *step by step* [Chow (2004)]: se prima tanto la proprietà quanto i diritti manageriali erano totalmente nelle mani del Governo, attraverso la suddetta riforma si cercò almeno parzialmente di ridurre tanta ingerenza ammettendo, nell’ampio spettro di alternative possibili, anche la quotazione delle imprese nei listini domestici, nonché in quelli internazionali¹⁷⁴.

¹⁷³ Fino ad allora non esisteva in Cina la figura dell’imprenditore classico, quella di stampo occidentale. I *manager* chiamati a gestire le SOE nel periodo pre-riforma non agivano assolutamente in autonomia. Venivano eletti da funzionari pubblici e ricoprivano quel ruolo non per merito o esperienza, bensì sulla base di rapporti personali e favoritismi. Nel suo *working paper, The Chinese Economic Reform and Chinese Entrepreneurship* (2005) l’autrice Vicky Hu sottolinea come nel panorama industriale cinese pre-riforma non vi fosse praticamente traccia di imprese se non di quelle statali. Tutte le aziende erano di proprietà e sotto il controllo governativo, controllo che si esplicavano attraverso un sistema di deleghe, considerando che lo Stato non poteva operare direttamente in tutte le realtà imprenditoriali. Successivamente al periodo riformista, a partire dal processo di decollettivizzazione del settore agricolo che portò alla nascita delle prime realtà private nella forma delle TVE, il percorso è stato un crescendo continuo. Si è infatti assistito, oltre al permanere delle SOE, anche alla creazione di imprese private, al passaggio di imprese da statali a società per azioni e alla creazione di *joint ventures* spesso straniere. Con riferimento alle prime gli imprenditori erano nominati dall’Ufficio “*State Property Managing Council*”, non rientravano nell’azionariato della società e il loro salario veniva calcolato con riguardo alle *performance* dell’azienda. Le imprese private furono invece quelle che dovettero affrontare maggiori difficoltà soprattutto per l’ottenimento di finanziamenti dal settore bancario considerando che, per la maggior parte, anche questo era controllato dallo Stato. Infine le imprese risultanti dalla migrazione prevedevano un azionariato in parte nelle mani dello Stato ed in parte di altri azionisti, tra cui gli stessi *manager* talvolta.

¹⁷⁴ Il termine “parzialmente” non è stato inserito casualmente, bensì si riferisce al controverso ruolo del Governo nel processo di quotazione. Esso infatti, pur riconoscendo la necessità di farsi da parte per aumentare l’efficienza del settore industriale nazionale, detiene tuttora circa i 2/3 delle azioni emesse dalle SOE quotate, mantenendo di fatto un notevole controllo delle stesse. Anche Tian (2002) arrivò alla medesima constatazione: egli riportò dei dati in base ai quali il 28% delle azioni emesse dalle SOE erano

Nel 1979, in un ottica assolutamente sperimentale, si avviò un processo pilota che, secondo alcuni, migliorò l'efficienza delle SOE [Cooper (2003)].

In particolare questo progetto, che coinvolse 84 aziende nella provincia cinese di Sichuan, prese in nome di *Profit Retention Program* ed era una versione prova delle riforme che sarebbero state confermate di lì a pochi anni.

Nello specifico esso consentiva a quelle aziende meritevoli per produzione e profittabilità di creare un *Enterprise profit fund* da poter utilizzare per perseguire propri scopi, nonché un sistema di *bonus* per premiare i lavoratori più performanti.

A distanza di soli due anni ben 6600 aziende, coinvolte nel programma, furono in grado di produrre ben il 45% dell'*output* di tutte le SOE allora esistenti [Chow (2004)].

Si tratta di un dato di notevole importanza, dal quale si evince come la presenza dello Stato all'interno delle aziende cinesi abbia costituito il più delle volte una fonte di ostacolo, di scarsa efficienza e di bassa produttività.

In particolare le prime politiche riformiste per sanare la situazione delle SOE si snodavano lungo i tre punti sotto elencati:

1. *in primis* si voleva concedere maggiore autonomia alle SOE, soprattutto rispetto a decisioni di *marketing*, alle scelte di investimento e alle tecniche produttive. Fino ad allora invece tali decisioni erano sempre state prese in sede centrale, secondo il tradizionale *central planning system* di stampo socialista;
2. in secondo luogo le si voleva rendere finanziariamente indipendenti, consentendo alle stesse di trattenere i profitti conseguiti, ovviamente dopo il pagamento delle tasse dovute. Questo rappresentò una notevole rivoluzione, considerando che fino ad allora i profitti dell'azienda erano considerati di proprietà dello Stato e non dell'impresa che li aveva prodotti. In questo senso inizialmente si concesse alle imprese di trattenere il 12% dei maggiori profitti conseguiti [Lin *et al.* (1998)], questi potevano essere utilizzati liberamente dall'impresa ad esempio sotto forma di *bonus* per i dipendenti, o attraverso un

direttamente nelle mani dello Stato, mentre il 44% delle stesse erano possedute indirettamente tramite società interposte. Questo, così come altri, sono stati i mezzi utilizzati dal Partito per esercitare un controllo dominante e preservare l'impianto socialista su cui è stata impostata per anni la sua economia. [Cheung *et al.* (2008)]. A riguardo si veda il paragrafo successivo sulle origini e sullo sviluppo del mercato dei capitali in Cina.

rafforzamento della politica degli investimenti;

3. infine si volle un sistema che, sullo stampo dell'*Household Responsibility System* del settore agricolo, enfatizzasse il ruolo di ciascuno all'interno dell'azienda, creando contestualmente una rete di responsabilità e legami di controllo.

La riforma fece poi un ulteriore passo in avanti quando nel 1987 venne implementato il cosiddetto *Contract Responsibility System* in base al quale a tutte le SOE venne concesso, dopo il pagamento al Governo di una predefinita quantità di denaro, di utilizzare la restante quantità di profitto sia distribuendola al proprio organico come ricompensa, sia utilizzandola per supportare mirate decisioni di investimento.

Purtroppo però questo sistema rivelò da subito alcune falle nel funzionamento, nonostante si fondasse su degli ottimi presupposti.

In primo luogo nella realtà delle cose la tassa applicata dal Governo si rivelò mai di importo fisso, ma sempre da calcolare sulla base del profitto conseguito: tanto maggiore era quest'ultimo tanto maggiore sarebbe stato anche l'importo da pagare.

Ovviamente questo sistema, invece di creare dei validi incentivi per l'azienda in termini di minimizzazione dei costi e di massimizzazione dei benefici ebbe, al contrario, un effetto distorsivo.

In secondo luogo, nonostante si propagandasse la possibilità di distribuire l'*extra-profitto* ai *manager* e ai dipendenti, questo nella realtà non si concretizzò attraverso un aumento del salario, ma solo attraverso la distribuzione di beni durevoli.

Era infatti previsto che le retribuzioni seguissero una scala nazionale fissa, che in quanto tale, non poteva certo subire cambiamenti, tanto meno *ad personam*.

Inoltre un aumento del salario era socialmente un fatto inaccettabile, secondo alcuni sintomatico di un regime capitalista, tanto osteggiato dal Partito.

A questo si ricollegano anche le poco performanti scelte in materia di investimenti: considerando infatti che i *manager* erano gli unici soggetti a sopportare i rischi derivanti da una determinata *investing policy*, ma l'eventuale successo veniva poi condiviso tra tutti senza ricompensare adeguatamente gli effettivi fautori della scelta, questo costituì un freno a procedere nella giusta direzione.

Infine la stessa figura dei *manager* rappresentava un elemento debole nello scenario delle SOE, elemento che andò parzialmente a minare il successo della riforma. Più

precisamente si trattava spesso non di figure elevate a quella carica per ragguardevoli doti professionali, preparazione ed esperienze pregresse, bensì per i legami personali e le connessioni politiche [Chen Z. *et al.* (2007), Chow (2004)].

Alla luce dei fallimentari dati raccolti in questa prima fase di riforme, negli anni successivi venne contemplata una strada più incisiva per migliorare l'efficienza delle SOE: quella della privatizzazione.

In particolare a partire dagli anni '80, in pieno fermento riformista, alcune SOE subirono quello che viene indicato con la sigla SIP ossia *Share Issue Privatization*: sostanzialmente il processo di privatizzazione si materializzò nella vendita di azioni emesse da queste ultime e a disposizione del largo pubblico di investitori [Chen Z. *et al.* (2007)].

La riforma portò però a registrare risultati differenti a seconda della tipologia di SOE: diversi furono gli esiti a seconda che ad essere coinvolte in tale processo di trasformazione fossero le piccole e medie imprese statali o le *large* SOE.

In particolare mentre nel primo caso, soprattutto negli anni '90, si assistette con successo ad una graduale diminuzione dell'ingerenza statale sia in termini di controllo che di proprietà, lo stesso non può dirsi per le imprese di maggiori dimensioni nelle quali il Governo ha voluto caldamente mantenere una forma di controllo, pur ammettendo una parziale rinuncia della proprietà¹⁷⁵.

Esso ha infatti manifestato una certa ritrosia nell'abbandonare il suo ruolo di dominanza: in particolare si è assistito a moltissimi casi di *listing* di *large* SOE le cui azioni di nuova emissione sono state tuttavia acquistate dallo Stato in notevoli quantità. Questo ha consentito allo stesso di mantenere una quota rilevante della proprietà, perpetuando al tempo stesso un'azione di controllo attraverso l'imposizione di *manager* scelti *ad hoc* sulla base di connessioni politico-personali¹⁷⁶: il Governo infatti, al

¹⁷⁵ Per questo motivo si parla di parziale privatizzazione poiché, diversamente da quanto ci si aspetterebbe, il Governo cinese non ha comunque voluto rinunciare completamente al suo ruolo da *leader*. Questa costituisce senza ombra di dubbio una delle caratteristiche più particolari del contesto istituzionale cinese, causa secondo molti autori del notevole *Underpricing* registrato in questa nazione. Per approfondimenti si veda il III capitolo.

¹⁷⁶ Nonostante la riforma si assiste pertanto a situazioni di imprese capitanate da *manager* inesperti e non qualificati, ma assurti alla carica grazie ad intercessioni del Governo. Va comunque precisato per correttezza che la Cina ha assistito anche a casi, seppur ridotti, di trasformazioni di SOE conclusisi con esito positivo [Chow (2004)]. Per quel che concerne invece le connessioni politiche ed i favoritismi si veda Chen Z. *et al.* (2007), Francis *et al.* (2009).

momento di acconsentire alla privatizzazione delle SOE, si arrogò il diritto di selezionare i dirigenti scegliendoli - il più delle volte - tra i suoi stessi funzionari¹⁷⁷.

Parallelamente al settore statale, estremamente presente nella Cina pre-riforma, non va dimenticata la realtà *Non-State*, meno caratteristica ma pur sempre esistente.

Nel particolare contesto cinese, così diverso dagli *standard* occidentali, alcuni autori [Chow (2004)] hanno individuato, tra le non statali, tre tipologie di società: le imprese collettive (sia di stampo urbano che rurale), le individuali e quelle con sede oltre confine¹⁷⁸.

Tutte le suddette tipologie, pur sviluppatesi in una situazione estremamente confusa, in assenza di un adeguato impianto legale a protezione delle stesse, ed in un clima di totale insicurezza circa i rapporti proprietà-controllo, sono comunque riuscite ad emergere quali realtà di successo in termini di profittabilità, offuscando il ruolo delle loro controparti statali.

In particolare il *China Statistical Yearbook* del 1997 riesce a cogliere pienamente questa dinamica di crescita e sviluppo focalizzandosi proprio sugli anni più rappresentativi della riforma: secondo i dati raccolti emerge che, mentre nel 1978, alle origini del periodo riformista, il contributo del settore *Non-State* era pressoché inesistente in termini di risultato industriale finale (le SOE producevano da sole il 77,6% dell'*output* industriale totale), al trascorrere di meno di due decenni, nel 1996, il contributo del settore statale alla *performance* complessiva dell'industria cinese si attestò miseramente ad un 28%.

Da questi dati si evince pertanto che, nonostante le imprese statali persistano in termini di esistenza nel contesto industriale cinese, la loro *performance* in termini di produttività è in una progressiva fase calante: ciò nonostante l'economia cinese può ancora vantare una notevole crescita grazie al settore *Non-State* che, oltre ad acquisire

¹⁷⁷ Poteva anche capitare il caso contrario, ossia che i dirigenti dell'azienda fossero scelti dallo Stato per rivestire un ruolo governativo [Chen Z. *et al.* (2007)].

¹⁷⁸ La natura e origine di queste va ricercata nella *Open Door Policy* di cui si parlerà al paragrafo successivo.

posizioni in termini quantitativi, si sta dimostrando estremamente efficiente dal punto di vista produttivo.

2.2.5. La *Open - Door Policy*

Come si evince dal nome stesso la cosiddetta “politica delle porte aperte” si palesava in un’apertura agli scambi di natura commerciale, nonché in una maggiore propensione verso investimenti stranieri.

Fortemente voluta da Deng Xiaoping, che la considerava una strada utilissima per raggiungere maggiore benessere e crescita economica, fino ad allora era stata erroneamente osteggiata perché considerata frutto di una politica capitalistica e quindi sbagliata.

In particolare proprio grazie ad un intervento così incisivo sulla sfera internazionale, e all’appoggio di Washington che si dichiarò favorevole ad una espansione globale, la Cina riuscì a sorpassare la sua rivale storica, l’India, che infatti procedette molto più lentamente all’eliminazione delle barriere commerciali e ai limiti per gli investimenti [Tisdell (2009)].

La Cina pre-riforma si era caratterizzata per un’economia estremamente chiusa e volta all’autosufficienza, come lo stesso Mao aveva più volte sottolineato nei suoi discorsi di forte *imprinting* ideologico.

Nel 1978, quindi ai primordi del periodo riformista, il valore totale delle esportazioni nette costituiva solo il 7% del GDP nazionale. Da quel momento storico in poi si è assistito ad una *escalation* di valori che ha portato alla registrazione di dati quali 25% e 37% del GDP cinese, rispettivamente nel 1987 e nel 1998 [Chow (2004)], fino ad arrivare al valore di 60,31% nel 2003 [Tisdell (2009)].

Emerge pertanto un risultato estremamente positivo di tale politica, suffragato da dati reali quali quelli appena riportati.

La Cina venne inoltre definita da alcuni [Tisdell (2009)] un “magnete” per gli investimenti stranieri e moltissimi imprenditori optarono per spostare le proprie sedi

produttive nella nazione asiatica. Essa divenne il maggiore recettore di FDI (*Foreign Direct Investment*) con tutti i vantaggi associati¹⁷⁹:

1. l'adozione di nuovi sistemi di gestione dell'impresa, sullo stampo dei modelli stranieri;
2. la creazione di considerevoli riserve in valuta estera e l'implicito accesso al relativo mercato dei capitali;
3. la possibilità di utilizzare tecnologie di nuova importazione.

Tale riforma nella pratica si palesò nella creazione di alcune aree che autonomamente potevano gestire le esportazioni e le importazioni. Si vennero quindi a creare delle vere e proprie *export-processing zones* sullo stampo del modello vincente proposto a Taiwan¹⁸⁰: in queste aree, anche grazie a particolari agevolazioni fiscali, si cercò di attirare il maggior numero di investitori stranieri affinché si insediassero con proprie fabbriche.

Con questo sistema si riuscì a coniugare due interessi diversi: *in primis* si impiegava la manodopera locale, evitando situazioni di disoccupazione, in secondo luogo si istruiva la stessa incentivando il contatto con la tecnologia, di sicuro più evoluta, importata dall'investitore straniero.

Inoltre venne dato grande impulso alla creazione di *trading companies* locali, nonché a tutte quelle aziende di natura manifatturiera che potessero fornire il prodotto oggetto dell'esportazione: in tal senso si concesse loro di trattenere una parte del guadagno derivante da andamenti favorevoli del tasso di cambio e alle stesse vennero concesse delle condizioni agevolate in sede di richiesta dei finanziamenti.

Tutto in un'ottica di sostegno per queste imprese che si apprestavano a tessere i primi importanti rapporti commerciali di natura internazionale che la PRC avesse mai registrato dalla sua nascita.

¹⁷⁹ Questa constatazione enfatizza ulteriormente l'importanza di condurre degli studi in merito all'IPO *Underpricing* in Cina: trattandosi infatti di una delle maggiori *Foreign Investment Destinations* lo studio ed - ipoteticamente - la risoluzione di tale anomalia andrebbe a beneficio della totalità degli investitori, siano essi domestici o internazionali.

¹⁸⁰ Tra queste una delle più importanti fu senza dubbio quella di Shanghai Pudong, che, in brevissimo tempo, divenne una punta di diamante nel contesto economico nazionale.

Dal punto di vista degli investimenti invece, nel 1984 quattordici città costiere e tre aree geografiche andarono a costituire le cosiddette *open areas* per la gestione dell'attività di *investing*: si trattava di un'attività che ora più che mai sembrava indispensabile per ridare lancio ad una Cina estremamente provata dopo la Rivoluzione Culturale ed il fallimento "Great Leap Forward".

Tra queste rientrava anche la città di Shenzhen che, da città costiera estremamente sottosviluppata e fortemente basata sul settore primario, nel giro di brevissimo tempo divenne uno snodo economico, finanziario e commerciale estremamente rilevante, tante da prestarsi, nel 1991, quale sede della seconda *Stock Exchange* nella *Mainland China*¹⁸¹.

Dati alla mano assicurano che la strada intrapresa da Xiaoping e dal Partito in questa direzione sia stata quella corretta: se nel 1978 gli investimenti stranieri ammontavano ad appena un miliardo di dollari (US), a due decenni di distanza la cifra era divenuta trenta volte tanto.

Nonostante quanto finora detto il passaggio a questa politica di maggior liberalizzazione degli scambi e dei capitali non fu priva di ostacoli. Il Governo infatti, oltre a rendere la procedura pratica estremamente macchinosa ed elaborata¹⁸², relegò la possibilità di investire solo a circoscritte aree di interesse, quelle che riteneva più appropriate per raggiungere un determinato livello di sviluppo economico e di ricchezza.

2.2.6. La politica di prezzo

¹⁸¹ Con tale termine si fa riferimento a tutte quelle aree che sono sottoposte alla giurisdizione della *People's Republic of China* (PRC). Come già detto al precedente capitolo, geopoliticamente parlando non tutti i territori cinesi fanno parte di questo complesso giurisdizionale: ne sono per esempio esclusi la città di Hong Kong e di Macao, che sono sottoposte a regole e leggi differenti.

¹⁸² Si tratta di un elemento che indirettamente funse da forte deterrente per moltissimi investitori stranieri. In particolare fu previsto che alcuni progetti necessitassero dell'approvazione del Governo per poter procedere. Per molti investitori stranieri, soprattutto d'oltre oceano, si trattò di una vera e propria novità, ben lontana dalle procedure che erano abituati a seguire, per altri invece, quali gli investitori di Hong Kong, Taiwan e Giappone, le modalità non differivano poi così tanto dalle domestiche.

Nel 1984, in occasione della *Decision of the Central Committee on Economic Reform*¹⁸³, il Governo cinese si adoperò per modificare i meccanismi che governavano il calcolo del prezzo dei beni, fino ad allora avvenute secondo un approccio amministrativo centralizzato.

L'obiettivo, sempre in un'ottica di graduale scomparsa dell'intervento statale nell'economia domestica, era di ottenere prezzi che rispecchiassero le effettive condizioni e fluttuazioni di mercato: in tale maniera le imprese sarebbero state finalmente in grado di massimizzare i ricavi e minimizzare i costi guardando ai reali segnali inviati dal mercato.

Si doveva però trattare di un passaggio progressivo, poiché una immediata e repentina decentralizzazione sarebbe stata deleteria per il sistema economico nazionale, soprattutto con riguardo - *in primis* - ai consumatori finali, che avrebbero assistito ad una inaspettata ed incontrollabile fluttuazione dei prezzi, ed in secondo luogo al settore industriale, poiché si sarebbe andato ulteriormente a sottolineare la situazione privilegiata delle SOE¹⁸⁴ a discapito delle imprese *Non State*.

Alla luce di questa necessità di un cambiamento graduale - e non eccessivamente dirompente - si decise quindi di attuare il cosiddetto *two-tier price system*: si trattava sostanzialmente di un meccanismo che ammetteva l'esistenza di un doppio regime di prezzo.

Nella pratica per lo stesso bene esisteva non solo il prezzo preventivamente imposto in sede centrale secondo il consueto approccio alla *planning system*, ma si concedeva anche la formazione di un prezzo di mercato: alle SOE venne data la possibilità di acquistare e vendere le quantità prefissate ai prezzi predeterminati dal Governo, ma qualora queste volessero acquistare e vendere al pubblico oltre la quota imposta, erano libere di farlo, basandosi per la parte *extra* sui prezzi di mercato.

¹⁸³ Si tratta di una tappa storica molto importante nel contesto riformista che la Cina stava attraversando. In quell'occasione, tra i molti punti sotto analisi, si decretò il passaggio dal *Compulsory Planning System* al *Guidance Planning System*: sostanzialmente quanto finora imposto dal Governo come imperativo categorico diveniva semplicemente una alternativa e non più l'unica strada percorribile.

¹⁸⁴ Queste infatti avrebbero continuato a pagare per gli *input* prezzi prefissati al livello centralizzato dal Governo, senza risentire del nuovo meccanismo di formazione dello stesso basato sull'effettivo andamento del mercato.

Questo sistema nella realtà si dimostrò estremamente vincente: le imprese cinesi si trovarono per la prima volta a dover agire in autonomia, mosse veramente dall'obiettivo finale di creare ricchezza.

Esse iniziarono a concentrarsi sulla necessità di economizzare sul lato dell'approvvigionamento di materie prime e aumentare la produzione degli *output*, poiché era da questo margine costi-ricavi che derivava l'effettivo profitto dell'azienda, non da quello rinvenuto con l'approccio centralizzato di imposizione governativa.

Ciò detto va comunque precisato che, trattandosi di un regime di doppio prezzo temporaneo, nel corso degli anni esso è andato scomparendo, lasciando quale unico sistema operativo quello più veritiero, basato sulle forze di mercato¹⁸⁵.

2.3. I MERCATI AZIONARI E LE TIPOLOGIE DI AZIONI NEGOZiate

I sotto-paragrafi che seguiranno hanno l'obiettivo di analizzare il lungo e travagliato processo che ha condotto alla creazione delle piazze finanziarie cinesi, nonché illustrare le caratteristiche delle stesse in termini di funzionamento, possibili sviluppi futuri e strumenti azionari ammessi alla negoziazione.

Si tratta di un argomento estremamente delicato, che merita un approfondimento, poiché solo attraverso un'indagine accurata del contesto di formazione delle Borse nazionali e delle cause sottostanti la loro creazione si potrà capire, in concomitanza alle caratteristiche storico-culturali del paese in parte già citate, le ragioni del fenomeno di nostro interesse.

Va inoltre ricordato che l'economia mondiale guarda con apprensione e con vivo interesse le fluttuazioni dei mercati asiatici, in particolare delle piazze cinesi, i cui andamenti dei listini azionari sono spesso risultato di interventi governativi particolarmente invasivi anche considerando l'*imprinting* socialista su cui si basa la nazione.

¹⁸⁵ Per maggiori approfondimenti si veda Chow (2004).

In tal senso queste intromissioni hanno effetti che, oltre a colpire pesantemente l'investitore domestico ed i mercati nazionali, si ripercuotono notevolmente anche su contesti stranieri ben più lontani, anche oltre oceano: da qui il forte interessamento mondiale verso il continente asiatico.

Esempio altamente rappresentativo di quanto appena menzionato si registrò in data 27 febbraio 2007 quando, a causa del diffondersi di notizie relative ad un ipotetico intervento del Governo cinese volto a “mitigare” l'andamento dei listini azionari¹⁸⁶, l'indice della borsa di Shanghai subì un tracollo, perdendo l'8,8%.

Le conseguenze di tale caduta si sono poi ripercosse, coerentemente con quanto testè affermato, anche al di fuori del contesto cinese, andando ad intaccare ad esempio l'andamento di indici stranieri quali quello l'indiano (*India's Sensitive Index*, -1,3%), l'indice russo (*RTS Index*, -3,3%) ed il *Dow Industrials* (- 400 punti)¹⁸⁷, giusto per citare i più rappresentativi.

In tal senso la riforma economica che ha interessato la Cina a partire dai primi anni '80, e di cui si è ampiamente trattato ai paragrafi precedenti, ha coinvolto la stessa in uno sviluppo ed in una crescita davvero sorprendenti.

La creazione delle piazze finanziarie di Shanghai e Shenzhen¹⁸⁸ hanno segnato l'inizio della *Corporate Sector Reform*, ossia il passaggio delle imprese da una partecipazione totalmente statale ad una parzialmente statale, attraverso la quotazione nei mercati domestici ed internazionali.

Va specificato che, nonostante il contesto finanziario cinese, per la sua costituzione e regolamentazione, ha indubbiamente preso a riferimento il modello US, anglosassone, giapponese ed il vicino esempio di Hong Kong (che, come già detto, costituisce una

¹⁸⁶ Come si avrà modo di sottolineare al paragrafo successivo il Governo cinese riveste un ruolo centrale con riferimento al mercato dei capitali domestico: nulla a che vedere pertanto con i contesti occidentali nei quali un eventuale intervento viene promosso da autorità regolamentari indipendenti. Basti pensare al panorama italiano dove la Consob, autorità amministrativa indipendente, dotata di propria autonomia e personalità giuridica, è addetta a vigilare sull'efficienza, la trasparenza, la correttezza e lo sviluppo del mercato mobiliare italiano. Il contesto cinese vede il CSRC quale organo addetto a tale mansione, solo che si tratta di una diretta emanazione del governo, completamente diverso dalla situazione di autonomia operativa che caratterizza, ad esempio, l'autorità italiana.

¹⁸⁷ Areddy, J.T., 27 Febbraio 2007. Shanghai's Tumble Slams Emerging Markets. Wall Street Journal.

¹⁸⁸ Questa tesi verterà anche sul ruolo giocato dalla borsa di Hong Kong: tuttavia, anche considerato il – già citato – particolare passato di dominazione straniera, tale piazza verrà trattata separatamente nel proseguo dell'elaborato.

realtà a sé stante)¹⁸⁹, rimane il fatto che lo stesso ha delle caratteristiche che lo rendono unico, ragion per la quale se ne vuole dare nei paragrafi che seguono una trattazione specifica.

Alla luce di questa constatazione non stupisce pertanto rilevare che la Cina abbia interessato schiere di esperti ed accademici, che ne hanno fatto un campo di indagine sperimentale per lo studio dell'IPO *Underpricing* [Cheung *et al.* (2008)], al pari di quello che si vuole qui proporre, non prima però di essersi cimentati in una descrizione accurata del suo assetto finanziario.

2.3.1. Il mercato dei capitali in Cina: il contesto di partenza

Come già ampiamente annunciato ai paragrafi precedenti il periodo riformista, iniziato alla fine degli anni '70, ha progressivamente mutato l'identità della Cina stessa, in particolare con riferimento alla volontà di ridurre la presenza statale nel settore industriale.

Per riuscire a comprendere appieno la complessità insita e le ragioni sottostanti il processo di creazione delle Borse nazionali ci si deve riallacciare alla riforma delle SOE¹⁹⁰ e al principio cardine alla base della stessa: aumentare, con le differenti modalità già citate¹⁹¹, l'efficienza del settore statale che attraversava un periodo critico [Cooper (2003)].

In particolare, attraverso la creazione del mercato dei capitali, e delle relative istituzioni addette al controllo e al corretto funzionamento dello stesso, la Cina cercò di coniugare interessi multipli: *in primis* era radicata volontà del Partito creare un *successful stock*

¹⁸⁹ E' quanto venne rilevato da Nian Qing Yuan (2005) nel suo articolo "The Development Path of China's Stock Market".

¹⁹⁰ Soggetto di questo paragrafo sono solo ed esclusivamente le *large* SOE. Le piccole e le medie imprese statali hanno infatti subito una fase riformista meno problematica, risolvendo le loro criticità attraverso la privatizzazione, particolari contratti di cessione o annunciandone la bancarotta [Lin *et al.* (1998)].

¹⁹¹ Dapprima, in un ottica di intervento *soft*, si ritenne sufficiente conferire maggiore libertà e autonomia ai *manager* anche con riferimento alla gestione del profitto conseguito e alla distribuzione di *bonus* basati sulla *performance*. Successivamente si palesò anche l'idea, più incisiva, di attuare un processo radicale di privatizzazione. Per chiarimenti si veda il paragrafo 2.2.4..

*market*¹⁹², che consentisse di attingere a fonti alternative di capitale per risanare le precarie finanze delle SOE, senza ulteriormente appellarsi al settore bancario¹⁹³.

In secondo luogo procedere nella direzione illustrata dallo stesso Xiaoping, verso un'economia molto più *market-oriented* e molto meno *central-planned*.

Le SOE, che originariamente infatti erano state create non solo per perseguire lo scopo produttivo, ma soprattutto come entità funzionali, di legittimazione politica e sociale, si erano rivelate una notevole fonte di problemi per lo Stato.

Alle origini della riforma economica molte di queste annoveravano nel loro Stato Patrimoniale situazioni debitorie davvero pessime, nonché dei *leverage ratios* elevatissimi [Allen *et al.* (2005)].

Per far fronte a tale situazione lo Stato avrebbe potuto seguire due alternative: da un lato si sarebbe potuto procedere al loro salvataggio chiedendo nuovamente l'intervento delle banche: tuttavia questa alternativa avrebbe però comportato l'impiego di un'ingente quantità di capitale che probabilmente, investita in altri progetti ben più meritevoli e redditizi, avrebbe contribuito ad un aumento della crescita economica su scala nazionale¹⁹⁴, a beneficio pertanto dell'intera popolazione.

Dall'altro, tagliando completamente gli aiuti esterni ed i sussidi statali si sarebbe proceduto ad eliminare il problema alla radice: le SOE sarebbero state abbandonate a loro stesse e conseguentemente dichiarate fallite.

Quest'ultima proposta però, se da una parte sanava la situazione perché la andava ad estirpare completamente, dall'altro lato si presentava come un pesantissimo colpo nel contesto cinese di breve termine, un colpo che il Partito non si poteva permettere di subire [Cooper (2003)].

Era infatti necessario mantenere in vita le SOE e migliorarne la *performance*, poiché le stesse costituivano un tassello importante nella crescita economica nazionale: in

¹⁹² Si veda Cooper (2003), pag 15. In particolare alla fine degli anni '90 il Partito realizzò che fosse più importante creare un mercato dei capitali credibile, più che uno di mero successo.

¹⁹³ Tra l'altro la maggior parte delle banche cinesi erano dirette emanazione dello Stato: rivolgersi a queste ultime per risanare le disastrose finanze delle SOE si presentava quale una mossa del tutto controproducente: un sistema auto distruttivo. Si doveva pertanto individuare un canale indipendente di approvvigionamento dei capitali.

¹⁹⁴ Il sistema bancario cinese versava allora in una situazione alquanto problematica. In particolare, considerando che le banche prendevano le loro decisioni mosse da motivazioni politiche e non da considerazioni circa il reale merito creditizio della controparte o la situazione del mercato, esse avevano spesso concesso finanziamenti mai stati ripagati. Basandosi sugli *standard* contabili internazionali molte di queste sarebbero indubbiamente state dichiarate insolventi [Lardy (1998)].

particolare esse impiegavano più del 60% della forza lavoro urbana (dato aggiornato al 2003): soluzioni quali la bancarotta o la chiusura erano assolutamente impensabili e avrebbero dato origine a sollevazioni popolari.

Inoltre il tutto doveva compiersi senza alcuna perdita di controllo da parte del CCP: diventava pertanto necessario individuare un meccanismo che coniugasse obiettivi divergenti e che portasse al risultato finale senza rinunciare alla posizione di dominio da sempre ricoperta dal Partito.

Sostanzialmente quella che il CCP si trovò ad affrontare fu una situazione a doppia faccia: da un lato la necessità di aumentare l'efficienza attraverso una separazione Stato-Impresa che si era dimostrata indispensabile, dall'altro la volontà imprescindibile di mantenere il controllo soprattutto con riferimento alle decisioni più rilevanti.

In tal senso, tra le varie alternative che vennero prese in considerazione¹⁹⁵, vi fu la proposta di creare un mercato finanziario ove le SOE potessero quotarsi¹⁹⁶ e reperire così i fondi necessari al risanamento¹⁹⁷.

¹⁹⁵ Come analizzato al paragrafo precedente nel 1979 prese avvio un progetto pilota che cercò di migliorare l'efficienza delle SOE per passaggi graduali, consentendo alle stesse di agire in maggior autonomia. Durante il periodo delle riforme la Cina registrò effettivamente una crescita impressionante che però non deve essere interpretata come segnale del successo della riforma delle SOE: tale dato infatti è giustificato dal positivo andamento del settore *Non State*, dove le imprese collettive, individuali e le *joint-venture* straniere registrarono risultati eccezionali, mentre il settore statale si rilevò, nonostante gli sforzi, ancora deludente e problematico [Cooper (2003)]. Alla luce di questo fallimento del programma pilota, e di tutte le riforme più *soft*, il Partito capì che si doveva intervenire pesantemente sulle SOE, in particolare andando ad incidere sulla struttura proprietaria delle stesse.

¹⁹⁶ A tal proposito un articolo del *Financial Times*, pubblicato in data 28 Marzo 2005, riferendosi alle cause sottostanti la creazione dei mercati finanziari cinesi recitava: “[...] *to reform the unprofitable, inefficient State-Owned Enterprises*”. Va precisato che tale alternativa, anche se attuata, era allora considerata un tabù. Essa infatti era un elemento antisonante con la dottrina comunista, sia dal punto di vista ideologico, che di natura economica. Sostanzialmente il Governo diveniva uno dei tanti azionisti, perdendo di fatto il controllo totale: esso poteva, anche qualora fosse stato l'azionista di maggioranza, esprimere un'opinione, ma non anche prendere direttamente una decisione. Tuttavia va sottolineato che nella realtà dei fatti difficilmente una proposta governativa non trovava attuazione, anche considerando il forte *imprinting* socialista della nazione [Cooper (2003)].

¹⁹⁷ E' proprio in quest'ottica che può essere letta la frase del medesimo articolo del *Financial Times* (28 Marzo 2005): “*To facilitate such a process and lure retail investors to companies of dubious quality Beijing set rules that ensured initial public offerings were under-priced, thus guaranteeing investors handsome gains in the first few days of trading.*” Sostanzialmente quello che la prestigiosa testata giornalistica voleva sostenere con queste parole è che, al fine di attirare investitori nel mercato di capitali cinesi, con l'intento che gli stessi fornissero i fondi necessari alle imprese in difficoltà per risanare le loro disastrose finanze, il Governo cinese era anche disposto a sottoprezzare volutamente le emissioni azionarie. L'articolo poi prosegue “[...] *the listed companies raised money from moms and pops rather than from the banking system, which did the banks a huge favour by taking the burden of financing mediocre companies away from them.*”. Emerge pertanto il ruolo giocato dai mercati finanziari che si sostituiscono alle banche nella delicata attività di salvataggio delle imprese in difficoltà. Inoltre non può non saltare agli occhi l'ingerenza dello Stato che, in questo suo ruolo onnipresente, viene descritto quale

I membri del Partito erano ormai dell'opinione che, dati i fallimentari esiti delle riforme precedenti, troppo poco incisive, fosse il turno di un approccio più radicale, che riorganizzasse completamente la struttura proprietaria delle SOE.

Chiarificando i diritti di proprietà e riducendo la presenza del Governo nelle imprese, questo avrebbe permesso teoricamente al Partito di tagliare i sussidi e di consentire comunque alle stesse di operare in autonomia, data la creazione dei mercati finanziari voluti *ad hoc* per reperire capitale (c.d. *Corporatization reform*).

Da subito però si individuaronò delle problematiche in questo processo estremamente delicato: la presenza di azionisti *Non-State* affianco al Governo poteva limitare l'operato ed il controllo di quest'ultimo, soprattutto con riferimento al raggiungimento di obiettivi non-economici quali la stabilità sociale.

Il CCP basava infatti la sua legittimità proprio i) sulla capacità di garantire un certo livello nei servizi senza assistere ad un loro *downgrading*, ii) abbassare il livello di disoccupazione e iii) promulgare riforme in modo equo, senza privilegiare alcuni soggetti a discapito di altri.

Ad oggi comunque, nonostante il succedersi di riforme, il binomio Governo-Impresa è tuttora molto presente in Cina, se confrontato con altre realtà nazionali: talvolta anche in modo ambiguo. Tale fatto non solo rende difficile la gestione delle realtà industriali, ma ancora di più, non permette di delineare un preciso schema di responsabilità.

Quest'ultimo aspetto si traduce in un gran vantaggio per i *manager* che, nonostante siano gli unici chiamati teoricamente a rispondere di *performance* aziendali deludenti o addirittura per le perdite registrate, non vengono però riconosciuti in qualità di responsabili: l'onere ricade completamente sul Governo, più nello specifico nella sue forme centralizzate e non locali [Cooper (2003)].

Va precisato comunque che nel contesto cinese si assistette a processi di *listing* delle SOE del tutto atipici se confrontati con le situazioni palesatesi nei contesti occidentali [Cooper (2003)].

una delle cause dietro l'IPO *Underpricing* cinese. Sempre il medesimo articolo della testata giornalistica britannica enfatizza l'assurda intromissione del Governo cinese nell'andamento dei listini nazionali riportando il seguente esempio: "[...] when the authorities decided to introduce a fairer system for IPO pricing, they placed a six-month ban on new listings. Yet it reinforced the impression that nothing in Chinese markets, not even an IPO, happens without Beijing's say-so."

Una di queste anomalie risiede per esempio nella composizione della schiera di investitori: considerando che la creazione dei mercati finanziari cinesi è fenomeno estremamente recente non deve stupire il fatto che essi sia prevalentemente poco informati e, numericamente parlando, perlopiù afferenti al ramo *retail*¹⁹⁸: spesso all'oscuro delle informazioni più rilevanti, in un totale contesto di asimmetria informativa, essi negoziano i differenti strumenti perchè spinti dall'istinto e dalla smania di scommessa, più che decidere sulla base di appurate considerazioni.

Per la maggior parte si tratta di investitori desiderosi di investire i loro risparmi in alternative più valide dei ben poco remunerati depositi bancari domestici; dall'altro lato va sottolineato che esistono anche pochi investitori istituzionali in Cina che siano in grado di prendere oculate decisioni di investimento a lungo termine, considerando le informazioni di cui dispongono¹⁹⁹.

Inoltre il Partito, sempre in un'ottica di mantenimento, anche indiretto, del controllo sulle piazze finanziarie e più generalmente sul mercato, si mobilitò per creare delle istituzioni *ad hoc*.

Purtroppo secondo alcuni [Cooper (2003)] anche la nascita di tali istituzioni finanziarie celava non pochi ostacoli al corretto funzionamento del mercato dei capitali: secondo questo autore si palesava la possibilità che le stesse potessero fallire miseramente nel loro obiettivo, dimostrandosi incapaci di gestire un programma di *Corporatization* implementato tanto rapidamente.

In particolare si andava sostenendo che le stesse infrastrutture finanziarie, quali le borse di Shanghai e Shenzhen di cui si parlerà in seguito, si sarebbero potute dimostrare inadatte a gestire un processo tanto delicato, soprattutto qualora si fosse verificato un sovraccarico del sistema: ciò avrebbe comportato non solo un esito fallimentare della riforma, ma anche un effetto destabilizzante sull'intero mondo finanziario, come in una classica reazione a catena [Cooper (2003)].

¹⁹⁸ Va tuttavia precisato, come si faceva notare anche al I capitolo, che nel ventennio ormai trascorso dall'origine dei mercati finanziari cinesi, gli investitori si sono fatti via via più esigenti ed accorti [Ernst&Young (2012)].

¹⁹⁹ Tuttavia è bene precisare che ad oggi la situazione sta cambiando: rispetto alle origini delle Borse Valori attualmente si assiste ad un sempre maggior numero di investitori istituzionali che si accingono ad entrare nel mercato dei capitali cinese. In tal senso si veda il IV capitolo nel quale, analizzando il fenomeno di IPO *Underpricing* in tempi decisamente più recenti (2009-2012) viene analizzato anche il ruolo chiave di investitori ed intermediari finanziari, di identità diversa rispetto agli anni precedenti.

Tuttavia queste preoccupazioni sono risultate infondate e, nonostante permangano dei punti da rivedere, le stesse si sono dimostrate abbastanza “robuste” da reggere all’implementazione di questo piano di riforme.

2.3.2. Lo sviluppo del mercato azionario

Alla luce di quanto finora detto emerge che il contesto dal quale sorsero i mercati dei capitali cinesi si caratterizzava per complessità e atipicità.

Al fine di considerare questi aspetti peculiari, nonché per motivi di semplificazione e di praticità esplicativa, si procede ora alla descrizione dello sviluppo dello stesso adottando uno schema a tre fasi [CSRC (2008)]:

1. durante la prima fase, che va dal 1978 al 1992, si ebbe modo di assistere non solo all’inizio del periodo riformista cinese, che fu - come già spiegato - di grandissimo impatto, ma anche alla nascita delle prime piazze ufficiali di negoziazione, rispettivamente a Shanghai e Shenzhen. La loro creazione era divenuta necessaria per rispondere adeguatamente alla *Corporatization Reform* di cui si è già diffusamente trattato al sotto-paragrafo precedente;
2. Il secondo periodo, che copre il quinquennio 1993-1998, si manifestò più come un periodo di conferme dei progetti pilota attuati nella prima fase. In particolare i programmi fino ad allora implementati su base locale, perlopiù regionali, vennero applicati anche su scala nazionale. Inoltre i mercati dei capitali, ora più strutturati e definiti rispetto alla fase iniziale, furono sottoposti ad una maggiore attività di controllo e supervisione anche grazie alla creazione del CSRC²⁰⁰ nel 1992 e alla promulgazione della *Company Law* nel 1994;
3. Infine tra il 1999 ed il 2007 si assistette non solo all’emanazione della *Security Law*, altro tassello fondamentale nell’impianto regolatore della Cina finanziaria, ma anche al consolidamento e al rafforzamento del mercato dei capitali attraverso ulteriori riforme e all’entrata nella WTO (*World Trade Organization*) da parte della Cina, avvenuta - dopo non poche vicissitudini - nel 2001.

²⁰⁰ Per comprendere appieno le funzioni, la storia e l’organizzazione di tale organo regolatore si veda il paragrafo 2.4. a ciò dedicato.

Nonostante il difficile percorso di nascita ed implementazione, articolatosi in queste tre fasi, ad oggi il mercato azionario cinese è il secondo in Asia, per piazze finanziarie, dopo il Giappone²⁰¹.

Va precisato che la creazione di piazze di negoziazione riconosciute ufficialmente si palesò quale diretta conseguenza del periodo di riforme economiche che interessò la Cina: considerando la *Open-Door Policy* di cui si è parlato al paragrafo precedente, e la necessità di aumentare l'efficienza attraverso una separazione Stato-Impresa, divenne necessario per queste ultime trovare fonti alternative di approvvigionamento del capitale²⁰². Tali fonti, una volta individuate, necessitavano a loro volta di un'adeguata sede di negoziazione dove venir gestite con ordine e rigore.

Questa esigenza tuttavia non si tramutò in un'immediata creazione delle Borse Valori di Shanghai e Shenzhen, uniche reali borse autorizzate alla negoziazione degli strumenti finanziari (oltre quella di Hong Kong di cui si tratterà più diffusamente in seguito, in maniera svincolata): prima di esse si formarono delle *trading venues* del tutto officiose, ma comunque funzionali allo scopo²⁰³.

Durante la prima fase del periodo riformista, quella più impattante considerato il contesto diametralmente opposto dalla quale prese avvio, si iniziò ad assistere ad una graduale creazione di *Shareholding Companies*, fino ad allora tipologia di impresa non contemplata nel panorama socialista cinese, poiché assolutamente non in linea con i principi della dottrina.

Le prime in assoluto furono le TVE di cui si è già parlato precedentemente descrivendole quale frutto della riforma agricola e dell'implementazione dell'*Household Responsibility System*.

Da quel momento in poi molte altre imprese furono coinvolte in questo processo di trasformazione della struttura partecipativa.

²⁰¹ Chen Z. *et al.* (2007).

²⁰² Era divenuto necessario diversificare le proprie fonti. Nel periodo pre-riforma invece, non essendovi queste esigenze, il tutto veniva risolto con un approccio centralizzato. In particolare era il Governo che dispensava capitale alle diverse imprese secondo il consueto sistema *central-planned*.

²⁰³ Ad esempio nel 1983 la *Shenzhen Baoan Joint Investment Company* fu la prima in assoluto a fare un'offerta pubblica di *equity* per raccogliere capitale. Ovviamente a quel tempo ancora non esistevano le sedi di negoziazioni regolamentate, quindi ci si avvalse di sistemi alternativi quali le negoziazioni *Over The Counter* [Song (2002)].

Tra queste spiccano le SOE che, proprio nell'ottica di avviare in maniera decisiva il tanto atteso processo di ristrutturazione delle stesse, indispensabile per confermare la legittimità del Partito, nel 1986 furono coinvolte in questa *Shareholding Reform*, che da quel momento in poi venne adottata quale strategia nazionale²⁰⁴.

Considerando il crescente numero di imprese coinvolte in tale riforma, divenne necessario organizzare le transazioni in modo ordinato, avvalendosi di sedi di negoziazioni ufficiali e non più ufficiose, così come di intermediari preposti ad attività di *trading* e di *brokerage*.

Alla luce di quanto detto, in un'ottica del tutto sperimentale, il Governo cinese autorizzò la creazione delle Borse Valori in due delle città cinesi che si erano maggiormente distinte durante il processo riformista: la città di Shanghai (Shanghai Stock Exchange, sigla: SSE) e di Shenzhen (SHenZhen Stock Exchange, sigla: SZSE), nel 1990²⁰⁵.

In particolare ai suoi primordi la SSE annoverava 25 membri²⁰⁶ ed 8 aziende quotate, mentre la SZSE 15 membri e 6 aziende. Quest'ultima il 14 aprile del 1991 diede vita al suo indice, vale a dire lo *Shenzhen Composite Index*, il cui riferimento per i 100 punti base furono i dati registrati nel precedente giorno di negoziazione.

Diverso invece fu l'approccio usato nella borse di Shanghai dove il relativo indice, lanciato il 15 luglio 1991, aveva come riferimento per i 100 *basis point* l'andamento registrato durante l'intero anno 1990.

Entrambe le Borse comunque si presentarono inizialmente quale risposta temporanea²⁰⁷ alla massiva trasformazione che il mercato dei capitali cinese stava vivendo in quegli

²⁰⁴ Il prezzo delle prime azioni emesse nel contesto della *Shareholding Reform* venne stabilito non con elaborati metodi di *pricing*, ma utilizzando semplicemente il *par value* delle stesse. L'azienda le emetteva senza intermediazione alcuna e senza avvalersi della figura dell'*Underwriter*. Le offriva direttamente e privatamente a suoi dipendenti o a residenti locali, nell'ambito di transazioni che avvenivano *Over-The-Counter*, in assenza di un mercato primario e secondario [Chen Z. *et al.* (2007), CSRC (2008)].

²⁰⁵ Il concetto di nascita del mercato dei capitali come esperimento, nonché le motivazioni che spinsero la Cina a procedere in questa direzione vennero ribadite da Hong Liu Ru, allora Presidente del CSRC, in un suo discorso tenuto a New York nel 1994: "*The two main objectives of the stock market experiment were capital raising by enterprises and the transformation of the ailing state enterprises*".

²⁰⁶ Nel periodo iniziale per membri ci si riferiva perlopiù a compagnie di investimento, o loro divisioni, nonché a società fiduciarie.

²⁰⁷ Il termine "temporanea" per ricordare il contesto sperimentale nel quale le Borse Valori vennero alla luce in Cina. In particolare in un suo discorso, tenuto nel 1992 nella città di Shenzhen, Deng Xiaoping a tal proposito disse: "*Securities, stock markets, are they good or evil? Are they dangerous or safe? Are they unique to capitalism or also applicable to socialism? Let's try and see. Let's try for one or two*".

anni di fermento riformista: in particolare ci si rese conto della necessità di intervenire con forme di regolamentazione *ad hoc* e con la creazione di apposite autorità preposte al controllo.

Fino ad allora infatti, con il classico approccio *step by step* tanto osannato da Xiaoping, da schemi di applicazione solo locale si era poi passati, in maniera discontinua e non uniforme, all'applicazione degli stessi all'intero contesto nazionale, creando una situazione di assoluto caos.

Durante la seconda fase (1993-1998) molti degli aspetti più critici e incerti della prima vennero corretti e ridefiniti, lasciando spazio ad un periodo di sviluppo e di consolidamento dei mercati finanziari.

Questo periodo fu estremamente prolifico in termini di promulgazioni di direttive volte a consolidare l'impianto finanziario: in particolare ci si preoccupò di regolarizzare le sedi di negoziazione operative seppur non autorizzate, di inasprire i controlli e le relative punizioni qualora si individuassero casi di irregolarità, e di definire chiaramente gli *standard di disclosure* per le aziende quotande.

In particolare nell'ottobre del 1992 lo *State Council* cinese, l'equivalente del nostrano Consiglio dei Ministri [CSRC (2011)], riconobbe la necessità di dar vita ad un organo regolatore centralizzato creando da un lato la *Securities Committee* (SCSC) e dall'altro la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC).

Queste due entità, aventi funzioni differenti, pur sempre nell'ambito della regolamentazione e supervisione del mercato dei capitali, finirono con il fondersi nel 1998, quando la SCSC confluì nel CSRC.

Quest'ultimo, come si avrà modo di descrivere meglio anche nel successivo paragrafo a ciò dedicato, costituì uno degli strumenti più incisivi nella mani del Governo per continuare ad esercitare, anche in questa fase di minor ingerenza statale, un ruolo comunque dominante durante il *listing process*.

In particolare il CSRC non solo controllava ed approvava il prezzo a cui le azioni di prima emissione sarebbero state quotate nel mercato primario (*fixed P/E ratio pricing*

years; if it goes well, we can relax controls; if it goes badly, we can correct or close it. Even if we have to close it, we may do it quickly, or slowly, or partly. What are we afraid of? If we maintain this attitude, then we will not make big mistakes.” Traspare pertanto la volontà di intraprendere questa strada del tutto nuova, anche mossi dal desiderio di capire come tutto ciò si possa coniugare con l'impianto socialista della Cina. Si veda Xiaoping, D., 1994. Selected Works. Volume III. Disponibile su < <http://archive.org/details/SelectedWorksOfDengXiaopingVol.3> > [data di accesso: 12 ottobre 2012].

method)²⁰⁸, ma imponeva anche la quantità dei titoli negoziabili e decretava quali imprese avrebbero potuto accedere alla quotazione (*Quota System*).

Questo elevatissimo grado di intromissione nel processo di *listing* venne giustificato dall'autorità regolamentare quale indispensabile per frenare l'eccessiva domanda di investimento e per tutelare il bene degli investitori [CSRC (2008)].

Questi ultimi infatti, ancora inesperti e in un mercato di nuovissima formazione, avrebbero potuto involontariamente prendere decisioni azzardate a loro grave danno: per questo si palesava quale indispensabile l'intervento del CSRC, che era tenuto ad approvare in via definitiva l'offerta pubblica.

Questo periodo vide inoltre la promulgazione della *Company Law* che, entrata effettivamente in vigore il 1 luglio 1994, costituì immediatamente una tappa storica fondamentale per la formazione ed il successivo sviluppo dei mercati finanziari cinesi.

Emanata per volontà del comitato permanente del *National's People Congress*, la stessa aveva come *core principle* quello di fornire maggior ordine e chiarezza circa le regole che governavano l'immissione di nuovi titoli ed il loro trasferimento da un soggetto all'altro. Inoltre chiariva quali condizioni dovessero essere rispettate affinché un'impresa potesse essere ammessa alla quotazione, nonché specificava in quali casi si poteva procedere alla liquidazione della stessa.

Si trattava pertanto di un pezzo di regolamentazione storico, poiché per la prima volta in Cina si formulò un documento che, in maniera sistematica, forniva dettagliate informazioni sulla procedura domestica di *listing*: in particolare esso descriveva minuziosamente anche l'importante fase di *Disclosure*, sia in termini contenutistici, che con riferimento alle modalità di presentazione [Cheung *et al.* (2009)].

La terza fase invece vide la promulgazione di un altro documento fondamentale nella storia finanziaria cinese: il riferimento è alla *Security Law* che entrò in vigore

²⁰⁸ Questo meccanismo di imposizione del prezzo era indispensabile, almeno a parere del Governo, vista i) l'inettitudine e l'incapacità di sottoscrittori alle prime armi, ii) la partecipazione al processo di emittenti ignoranti e iii) la scarsa presenza di investitori istituzionali. Si veda CSRC, 2008. Brief review of the development of China's capital market. Disponibile su <www.csrc.gov.cn> Ultimo accesso [17 ottobre 2012]. Tuttavia lo stesso, così come il concetto di *Quota System*, verranno ripresi nel proseguo del presente capitolo.

esattamente 5 anni dopo la *Company Law*, il 1 luglio 1999, e fu altamente voluta dal Presidente della PRC.

Essa non solo rafforzò i requisiti di *Disclosure* di cui sopra (la delicata parte di divulgazione delle informazioni proprie dell'azienda quotanda) ma, cosa più importante, si erse quale passaggio chiave da un sistema storicamente *central-planned* ad uno molto più *market-driven*.

Con l'entrata in vigore di questa legge infatti il sistema cinese iniziò a migrare verso schemi di allocazione delle azioni e di *pricing* delle stesse ben meno rigidi rispetto al passato: in particolare, a differenza del periodo precedente durante il quale lo Stato era in prima linea su entrambe i suddetti fronti²⁰⁹, si concesse ad emittenti e *underwriters* una maggiore discrezione in fase di individuazione del prezzo, implementando un approccio che fosse più in linea con l'effettiva domanda di mercato²¹⁰.

Essa inoltre segnò profondamente lo sviluppo del mercato dei capitali, poiché fu una conferma esplicita dell'importanza che gli stessi stavano progressivamente acquisendo nel contesto finanziario cinese: la *Security Law* si pose infatti come la prima vera legge nazionale volta a regolare l'emissione e la negoziazione dei titoli, nonché a rafforzare il sistema legale.

Inoltre attraverso questo documento si ridusse anche l'intromissione del CSRC nel processo di *listing*: lo stesso infatti non aveva più alcun diritto in termini di approvazione finale dell'intera procedura di quotazione. Esso doveva semplicemente verificare che tutto si svolgesse secondo legge, in un'ottica di *compliance*. Sostanzialmente da questo punto di vista tale documento permise a tutte quelle imprese in possesso delle caratteristiche necessarie per accedere a quotazione di non subire più un approfondito esame: qualora le stesse fossero conformi a tutti gli *standard* e requisiti imposti avrebbero avuto diretto accesso al mercato dei capitali.

²⁰⁹ Dell'argomento si è già accennato all'interno del medesimo paragrafo. In particolare grazie alla *Security Law*, a pochi anni di distanza dalla sua promulgazione, venne abolito nel 2001 il sistema di allocazione detto *Quota System*, di cui si parlerà diffusamente al sotto-paragrafo 2.5.1. e di cui si è già fatto alcuni brevi cenni. Al momento è sufficiente sapere che consisteva nella determinazione di un numero massimo di azioni che annualmente potevano essere emesse: tale numero veniva decretato dalle autorità governative a ciò preposte. Ad ogni modo alcuni sostengono [Cooper (2003)] che il *Quota System* non sia stato in realtà eliminato, ma solo temporaneamente accantonato.

²¹⁰ Per ulteriori approfondimenti si veda il paragrafo dedicato alle modalità di *Pricing*.

Durante la terza fase accadde un altro episodio di portata davvero rilevante: dopo un travagliato processo che la Cina dovette subire per risultare conforme alle richieste essa, nel dicembre 2001, ottenne l'ammissione alla WTO.

Tale fatto le permise di conseguire un'ulteriore e più incisiva apertura verso l'esterno, traendo ulteriore vantaggio dai rapporti recentemente instauratisi con i *partner* internazionali [CSRC (2008)].

Complessivamente parlando questa notevole crescita del mercato dei capitali doveva però essere suffragata da altrettanti interventi correttivi e riformisti: durante tale periodo si assistette pertanto non solo ad un rafforzamento ed ad una riformulazione di tutte le leggi ed i regolamenti che governavano l'allora mercato finanziario cinese, ma anche alla creazione di un ufficio preposto a combattere e sanzionare eventuali manipolazioni di mercato e casi di *insider trading* che stavano diventando sempre più frequenti.

Sostanzialmente si stava assistendo ad una crescita ed ad uno sviluppo del contesto finanziario cinese di portata tanto considerevole da doversi premunire di strumenti e di strutture adatte per riuscire a gestire tale complessità.

Ne è un esempio la stessa *Security Law* che, emessa nel 1999, già nei primi anni 2000 risultava in realtà parzialmente obsoleta perché incapace di considerare tutti i particolarismi del dinamico contesto finanziario cinese: nel 2003 si assistette pertanto ad una rettifica che interessò entrambi i capi legislativi (*Security* e *Company Law*) e che li coinvolse in un progetto di revisione conclusosi di lì a tre anni.

Tuttavia va sottolineato che, nonostante gli immensi sforzi fatti per stare al passo con il galoppante ritmo di crescita e sviluppo del mercato dei capitali, anche sul concludersi della terza fase, quindi quella più "stabilizzatoria", emersero comunque alcuni importanti problemi irrisolti, tra questi [CSRC (2008)]:

- la mancanza di un adeguato sistema *market-maker* che garantisse la liquidità dei titoli negoziati;
- la scarsa presenza di investitori istituzionali anche dovuta alla totale assenza di meccanismi e di strumenti di *hedging* che garantissero agli stessi protezione;

- una *Corporate Governance* delle aziende quotate ancora estremamente indefinita ed instabile, parallelamente ad una struttura proprietaria delle stesse che necessitava di un urgente intervento di ristrutturazione;
- un'offerta limitata di strumenti a reddito fisso o di altri strumenti finanziari, anche derivati, così come la scarsa presenza di *Blue Chip Company*²¹¹.

Ciò nonostante per correttezza d'esposizione va specificato che nel gennaio 2004 vi fu un intervento da parte dello *State Council* in tale direzione. Esso promulgò una direttiva con l'intento di implementare una serie di riforme che sanassero quelle situazioni che si erano palesate problematiche. Effettivamente l'obiettivo venne parzialmente raggiunto, aumentando la fiducia degli investitori e rassicurando le aspettative degli stessi. Tuttavia altre criticità perdurarono.

2.3.3. Le Borse Valori: Shanghai e Shenzhen Stock Exchange

In questo paragrafo verranno specificatamente trattate le Borse Valori di Shanghai e di Shenzhen, afferenti – come già illustrato – alla Repubblica Popolare Cinese tipicamente intesa: per quel che concerne la Borsa di Hong Kong, considerato anche la sua particolare natura e la sua storia pregressa di dominazione straniera, la stessa verrà trattata successivamente, in un paragrafo dedicato.

Come si ha già avuto modo di specificare il fenomeno della creazione delle Borse Valori in Cina costituisce un episodio relativamente recente [Cooper (2003)] che sorse in un'ottica graduale nonchè sperimentale, secondo il consueto approccio voluto da Xiaoping²¹².

Coerentemente con quanto stabilito dalla *Security Law* e da un documento che disciplina per l'appunto tale argomento, il *Measures on the Administration of Stock*

²¹¹ Si tratta di imprese finanziariamente solide, affidabili, con un trascorso storico trasparente ed un tasso di crescita regolare, ben stabilizzate. Esse costituiscono una delle categorie di imprese tra le quali è più sicuro investire, essendo le stesse anche in grado di mitigare andamenti di mercato sfavorevoli.

²¹² In un altro suo discorso egli ribadì questo concetto con le seguenti parole: “*Some people insist stock is the product of capitalism. We made some experiments on stocks in Shanghai and Shenzhen, the result has proven to be successful. Therefore, something of capitalism can also be adopted by socialism. We shouldn't be so nervous about mistakes. We can close it and re-open it later.*” [Shanghai Stock Exchange, 1992. Annual Report].

Exchanges, entrambe le Borse cinesi, di Shanghai e Shenzhen, si presentano quali entità legali indipendenti, senza scopo di lucro, supervisionate dall'unica autorità regolamentare riconosciuta: il CSRC²¹³.

Esse non hanno assolutamente alcuna voce in capitolo circa le decisioni di IPO: l'approvazione della quotazione di una società emittente è infatti di esclusiva competenza del CSRC, come già descritto.

Entrambe operative a partire dal 1990²¹⁴, dalle loro origini ad oggi hanno subito molte modifiche in corso d'opera: si è trattato di cambiamenti complessivamente finalizzati ad un miglioramento anche in un'ottica di competizione internazionale, oltre che di maggior efficienza domestica.

In tal senso entrambe le Borse si sono gradualmente dotate di un sistema di *trading* che fosse di tipo *paperless*, cosicché - al pari delle controparti oltre confine - si potesse eliminare alla radice il problema del passaggio materiale dei certificati di trasferimento degli strumenti finanziari negoziati.

Ad oggi ci si basa infatti su un sistema dematerializzato di gestione degli ordini di acquisto-vendita: questo è di tipo centralizzato, automatico ed altamente tecnologico tanto che le transazioni avvengono in tempi rapidissimi²¹⁵, seguendo un ordine di esecuzione basato sul principio del *time and price priority* [CSRC (2008)].

Tale sistema pertanto non solo permette di ridurre notevolmente i costi di transazione ed i rischi associati, ma si dimostra molto più trasparente e chiaro anche in termini di *Disclosure*: prima di investire in un dato bene al soggetto interessato è consentito conoscere le informazioni più rilevanti circa l'impresa quotata, così da farsi un'idea circa la sua solidità finanziaria e non solo.

Questa modalità di negoziazione è pertanto maggiormente rivolta a tutelare l'investitore, soprattutto se confrontata con le transazioni che avvenivano in Cina nella

²¹³ Per la precisione inizialmente le stesse erano governate dalla *State Planning Committee*, dalla Banca centrale cinese e dal CSRC: successivamente il ruolo di governatore unico venne affidato al CSRC.

²¹⁴ Per chiarezza esplicitiva la SSE venne fondata il 26 novembre 1990 e divenne operativa a partire dal 19 dicembre dello stesso anno. La nascita della SZSE invece si pose quale intermedia alle due date precedenti, poiché fu fondata il 1 dicembre sempre del 1990. Dati reperibili presso i rispettivi siti *web*: <www.sse.com.cn> e <www.szse.cn>.

²¹⁵ Per quel che concerne la SSE ad esempio il sistema attualmente in uso per la gestione delle negoziazioni permette di gestire ben 8000 transazioni al secondo. Dati rinvenibili nel sito *web* istituzionale.

fase pre-Borsa, quando si operava in contesti poco limpidi quali i già citati *Over The Counter Markets*.

Entrambe le Borse inoltre poggiano attualmente su un sistema di *clearing houses* ben strutturato, al fine di evitare che *shock* isolati si ripercuotano sull'intero sistema, comportando un dilagare di effetti disastrosi.

In particolare è previsto che il CSCCRC (*The China Securities Central Clearing & Registration Corporation*), organo che offre il servizio di compensazione, registrazione e deposito dei valori negoziati, esegua la liquidazione degli stessi secondo lo schema tempistico T + 1 nel caso di *A Shares* e T + 3 nel caso di *B Shares*²¹⁶.

Inoltre al pari degli altri sistemi borsistici oltre confine anche la Cina, nell'ambito delle sue possibilità, si è dotata di alcuni meccanismi *ad hoc* per limitare l'eccessiva volatilità dei prezzi: a partire da dicembre 2006 è stato infatti imposto un tetto massimo all'andamento dei prezzi che, sia in rialzo che in ribasso, non deve superare il 10% del valore iniziale²¹⁷. Questo limite, che in casi speciali può essere abbassato fino al valore di 5%, si applica sia per le fluttuazioni nel valore di singole azioni, sia con riferimento a fondi: ovviamente sempre considerando dati su base giornaliera.

Entrambe le Borse Valori cinesi espletano le seguenti funzioni seppur in maniera differente [Fonte: www.sse.com.cn e www.szse.cn]:

1. forniscono quello è considerato - a ragione - il loro *core service*, ossia offrono sedi e mezzi di negoziazione;
2. elaborano regole operative di buona condotta che devono essere seguite in fase di *trading*;
3. sia la SSE che la SZSE ricevono e gestiscono le richieste di quotazione da parte di determinati soggetti richiedenti, nonché organizzano l'intera procedura di *listing*;
4. regolano i membri afferenti al sistema borsistico così come le compagnie

²¹⁶ Dell'una e dell'altra tipologia azionaria si avrà modo di parlare diffusamente al prossimo sottoparagrafo.

²¹⁷ In realtà il valore finale posto al 10% è frutto di un lungo processo di continui cambiamenti. Basti pensare che prima del maggio 1992 le autorità cinesi, sempre nell'ottica di garantire una certa stabilità dei prezzi e considerando al contempo la notevole volatilità che caratterizzava i mercati ufficiali ancora di recentissima creazione, impose che le fluttuazioni dei prezzi non potessero superare l'1% [Mok&Hui (1998)]. Fortunatamente questo vincolo così rigido e fortemente limitante venne allentato nel 1992: a questo seguì una fase di continue modifiche fino al 2006, quando venne posto il tetto al 10%.

- quotate;
5. monitorano le negoziazioni e raccolgono dati di mercato utili al fine di stilare un *recap* circa l'andamento dello stesso;
 6. gestiscono le informazioni così raccolte e ne condividono una parte con il pubblico di investitori.

Ciò detto va comunque precisato che, mentre la SSE è mossa dalla volontà di creare un mercato che sia sicuro, trasparente, efficiente ed aperto, seguendo i principi di *legislation, supervision, self-regulation and standardization* da lei stessa propagandati [www.sse.com.cn], la Borsa di Shenzhen si presenta diversamente.

Nonostante sia innegabile che anche quest'ultima fondi il suo sviluppo sui medesimi capi saldi, essa si palesa più come mercato emergente, di tipo *multi-layered* e per questo motivo catalizzatore dell'interesse globale.

In particolare già nel 2001, in pieno clima di espansione, la SZSE ipotizzò la possibilità di creare, affianco alla *Main Board* operativa sin dalle sue origini, un'altra piattaforma di negoziazione dedicata alle piccole e medie imprese. Questo progetto venne attuato con l'intento di supportare la realtà economico nazionale, soprattutto di quelle piccole realtà indipendenti ed innovative, ma strategicamente rilevanti.

Fu così che nel maggio 2004 venne lanciata la *SME Board*²¹⁸ che di lì a tre anni già contava sulla presenza di 202 aziende quotate.

Si trattava di una piattaforma che doveva consentire soprattutto alle aziende *Hi-Tech*, o comunque a tutte quelle imprese ad altissimo potenziale di crescita seppur ancora "acerbe", di avere comunque accesso al mercato dei capitali, al pari delle loro controparti *large*.

Questa idea fece poi da apri pista per la creazione di ulteriori piattaforme di negoziazioni interne alla SZSE: attualmente oltre alla *Main* e alla *SME Board* si trovano infatti anche la *ChiNext* e la *LeFu*²¹⁹.

²¹⁸ Questa piattaforma di negoziazione seguì in tutto e per tutto le stesse regole e leggi della piattaforma principale, anche con riferimento al delicato processo di prima quotazione.

²¹⁹ Con riferimento alla prima si tratta di una piattaforma inaugurata recentemente, nell'ottobre del 2009, e volta a raggruppare tutte quelle realtà industriali emergenti e di importanza strategica, così da supportare forme di innovazione indipendente. Nel dicembre 2011 questa piattaforma contava già 281 compagnie quotate, molte delle quali afferenti al settore tecnologico. Per quel che concerne invece la piattaforma *LeFu*, lanciata nel dicembre 2010, si tratta di una sede ove si negoziano unità di fondi che

Anche alla luce di questo scenario estremamente eterogeneo, e della necessità di diversificare l'offerta data la crescente richiesta degli investitori, nella SZSE si negoziano una moltitudine di differenti strumenti finanziari tra i quali spiccano azioni, quote di fondi comuni di investimento, obbligazioni convertibili, *warrants*, *asset-backed*, *mortgage-backed* e *non performing loan-backed securities* [CRSC (2008)].

Una volta fornite le informazioni più teorico-descrittive di entrambe le Borse Valori, diventa ora necessario evidenziarne le caratteristiche in termini di maggiore o minor capitalizzazione di mercato e di numero di imprese quotate nei rispettivi listini, così da comprendere il peso e la rilevanza dello stesso nel panorama finanziario globale ed asiatico.

Una prima informazione ci viene fornita dalla tabella sottostante (tabella J) che, riportando i dati di *equity market capitalization*, sottolinea come la Borsa di Tokyo detenga il primato nel contesto asiatico (sulla classifica complessiva si posiziona al terzo posto), seguita da quella di Hong Kong e di Shanghai (sesto e settimo posto rispettivamente)²²⁰: trattandosi delle prime 10 *Stock Exchange* la borsa di Shenzhen non appare in classifica, essendo la stessa caratterizzata da una *market cap* inferiore al più basso valore rilevato, in concomitanza con l'*Australian Stock Exchange*.

Quest'ultimo dato non deve stupire soprattutto alla luce delle considerazioni testé fatte sulla natura della Borsa di Shenzhen, come precedentemente detto più orientata ad accogliere nelle sue piattaforme imprese ad alto potenziale di crescita, ma ancora limitate dimensionalmente.

Tabella J: Global Equity Market Capitalization

Rank	Stock Exchange	End-2012 (USD bn)	End-2011 (USD bn)	% Change (in USD)	% Change (in local currency)
1	NYSE Euronext (US)	14.086	11.796	19,4	19,4
2	NASDAQ OMX (US)	4.582	3.845	19,2	19,2
3	Tokyo SE Group	3.479	3.325	4,6	17,6

hanno precedentemente ottenuto la quotazione nella SZSE. Per ulteriori approfondimenti si veda il sito *web* istituzionale: <www.szse.cn>.

²²⁰ Ci si riferisce al dato registrato in chiusura d'anno 2012: poco cambia guardando al dato per il 2011, dove l'unica differenza si rileva per l'inversione di posizione tra la Borsa di Hong Kong e quella di Shanghai.

4	London SE Group	3.397	3.266	4	2,4
5	NYSE Euronext (EU)	2.832	2.447	15,8	14
6	Hong Kong Exchange	2.832	2.258	25,4	25,5
7	Shanghai SE	2.547	2.357	8,1	7
8	TMX Group	2.059	1.912	7,7	5,3
9	Deutsche Boerse	1.486	1.185	25,5	23,6
10	Australian SE	1.387	1.198	15,7	14,3

Fonte: www.world-exchanges.org (Dati al 31.12.2012)

Per quel che concerne il listino domestico della SSE, i dati ufficiali più recenti fanno diretto riferimento al 31 dicembre 2012, data alla quale la Shanghai Stock Exchange presentava una capitalizzazione di mercato complessiva pari a 2547 miliardi (US\$), nonché 954 aziende quotate (dato: dicembre 2012). In base anche a quanto riportato nel I capitolo, cui si rimanda, in tema di IPO nel 2011 tale Borsa Valori aveva accolto 37 *deals*, raccogliendo complessivamente 15 miliardi (US\$).

Per quel che riguarda invece la Shenzhen Stock Exchange i dati disponibili [www.world-exchange.org-monthly-report] presentano una SZSE florida, positiva e ben funzionante, con 1540 imprese quotate (dato: dicembre 2012) ed una capitalizzazione di mercato totale pari ad 1150 miliardi (US\$). Inoltre dalle differenti IPO verificatesi sempre nel 2011 tale Borsa Valori è riuscita a raccogliere fondi per un totale di 28 miliardi (US\$) dai 243 *deals* avvenute nelle diverse piattaforme di negoziazione [Ernst&Young (2012)].

Nonostante pertanto la Borsa di Shanghai indubbiamente primeggi in termini di capitalizzazione tra le due Borse della *Mainland China*, quella di Shenzhen si presenta quale estremamente attiva e dinamica sul versante della prima quotazione, catalizzando l'attenzione di molte imprese, soprattutto di quelle legate al settore tecnologico, quindi ad alto potenziale di crescita.

Più genericamente parlando ambo le parti stanno operando ad un ritmo incalzante e nella giusta direzione: entrambe, anche se con le differenti modalità sopra descritte, si stanno configurando quali *benchmark* nel panorama finanziario cinese, snodo per l'investimento ed il disinvestimento di capitali nazionali e non solo.

2.3.4. La Borsa di Hong Kong: un caso a parte

L'Hong Kong Stock Exchange (HKEx) è, come indicato nella tabella sopra riportata, la seconda Borsa Valori asiatica per capitalizzazione, nonché il sesto mercato finanziario del mondo con una capitalizzazione di 2832 miliardi (US\$): viene spesso etichettata, non a torto, quale anello di congiunzione tra la Cina ed il resto del mondo.

Essa nell'anno 2011 fu interessata da 68 IPO *deals*, dai quali fu in grado di raccogliere capitale per un ammontare complessivo di circa 25 miliardi (US\$), palesandosi quale terzo IPO *financial market* per ammontare di capitale raccolto, dopo New York e Shenzhen .

Ad oggi conta 1554 *listed companies* (dato: febbraio 2013) e va sottolineato che è l'unica Borsa cinese ad ammettere alla quotazione anche *partner* internazionali²²¹: le Borse di Shanghai e Shenzhen sono infatti *off limits* in questo senso, consentendo solo di allocare specifiche *Shares* ad investitori internazionali, ma non anche di ammettere a quotazione realtà industriali oltre i confini domestici.

Questa realtà, tanto differente, permette alla piazza finanziaria di Hong Kong non solo di attirare l'attenzione degli investitori esteri, ma, parimenti, anche di molte imprese della *Mainland China* che riconoscono in questo mercato una realtà più solida, stabile, nonché delle opportunità di espansione e di crescita internazionali.

Fondata su due piattaforme di negoziazione, la *Main Board* ed il *Growth Enterprise Market* (GEM), essa rappresenta una realtà finanziaria – come più volte detto – distaccata rispetto alle altre due Borse Valori sopra citate: le motivazioni sottostanti vanno ricercate in ragioni di natura storica che, data la complessità, verranno analizzate dettagliatamente in seguito.

Tuttavia quello che qui si può anticipare è che la stessa, essendo stata per oltre un secolo sotto la dominazione straniera britannica, ha assorbito gran parte delle regole e dell'impianto legislativo-istituzionale anglosassone, tanto da essere sottoposta alla

²²¹ Basti pensare che durante il solo 2012 l'ammontare di imprese straniere quotate a Hong Kong è passato da 24 (dato: gennaio 2012) a 88 (dato: dicembre 2012), con un picco registrato a metà anno [www.world-exchanges.org]. Tra le quotazioni internazionali più celebri vanno menzionate indubbiamente la quotazione di Glencore International Plc (raccolti 10 miliardi US\$), anche se si trattava di una *dual listed* IPO condotta *in primis* nella London Stock Exchange, l'IPO di Prada S.p.A. (2,5 miliardi US\$) e quella Samsonite International SA (1,3 miliardi US\$), tutte avvenute nel 2011.

English Common Law e non al sistema legale della *Mainland China*. Questi elementi si sono poi ovviamente riflettuti sulla struttura stessa delle piazze finanziarie che, fortemente regolate e trasparenti, fanno registrare livelli di IPO *Underpricing* ben inferiori rispetto a quanto rilevato a Shanghai e Shenzhen [Loughran *et al.* (2012)].

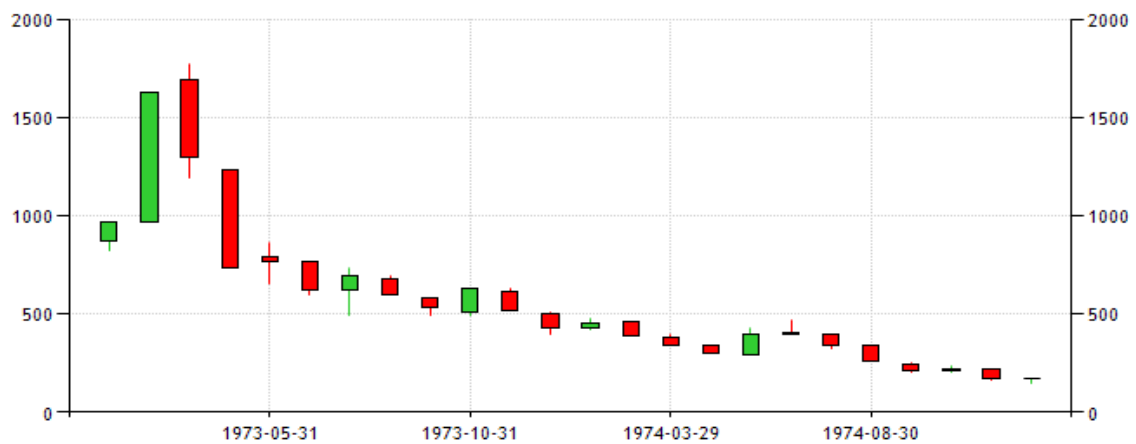
Dopo la cessione dello stato di Hong Kong alla Gran Bretagna nel 1841, nei primi 50 anni di colonizzazione britannica l'isola si trasformò in una prosperosa comunità con più di 225.000 abitanti. Nel 1865 venne fondata la *Hong Kong and Shanghai Banking Corporation* che poi divenne nel 1990 parte dell'HSBC Group con sede a Londra.

La prima Borsa Valori dell'isola, *the Association of Stockbroker* in Hong Kong, fu formalmente istituita nel 1891 al fine di portare ordine e sicurezza nel mercato locale. Fu rinominata nel 1914 in *Hong Kong Stock Exchange*, ma a quel tempo ancora non vi erano al suo interno membri cinesi: quest'ultimi infatti parteciparono all'*Hong Kong Sharebrokers' Association* fondata solo successivamente, nel 1921.

A causa delle numerose perdite umane dovute alla Seconda Guerra Mondiale, le due Borse Valori suddette decisero di fondersi per creare l'*Hong Kong Stock Exchange*: a quel tempo si era ancora in una fase di iniziale costituzione, i volumi di scambio erano esigui e le trattative erano molto costose, non vi erano regole e spesso si ricorreva all'*insider dealing* per ottenere dei ritorni positivi.

Come molte aree asiatiche, anche Hong Kong crebbe notevolmente nel dopoguerra soprattutto grazie ad una profonda industrializzazione: questa prosperità economica portò negli anni '50 ad un incremento esponenziale del valore delle società quotate. Il 24 Novembre 1969 venne quotato pubblicamente l'*Hang Seng Index (HSI)* che a quel tempo rappresentava solo 33 *Representative stocks*.

Il 1973 fu sicuramente un anno di forte volatilità: l'indice raggiunse un picco massimo di 1774,96 punti il 3 Marzo, chiudendo l'anno a quota 433 punti. Alla fine dell'anno seguente si raggiunse invece il minimo storico di 177,11 punti, come riportato dal grafico che segue:

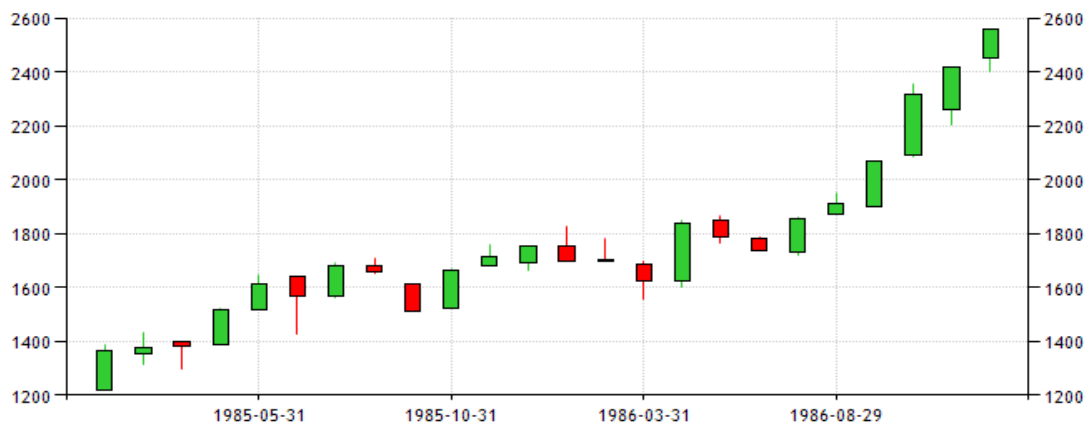


Fonte: Storico HSI, Fonte Tradingeconomics

Ci si rese pertanto conto, con lo scoppio della bolla del 1973, che era assolutamente necessario dotarsi di una regolamentazione più accurata degli scambi e delle trattazioni, al fine di proteggere congiuntamente gli investimenti e gli investitori: in tal senso dal 1974 in poi furono adottate numerose ordinanze per perseguire questo scopo.

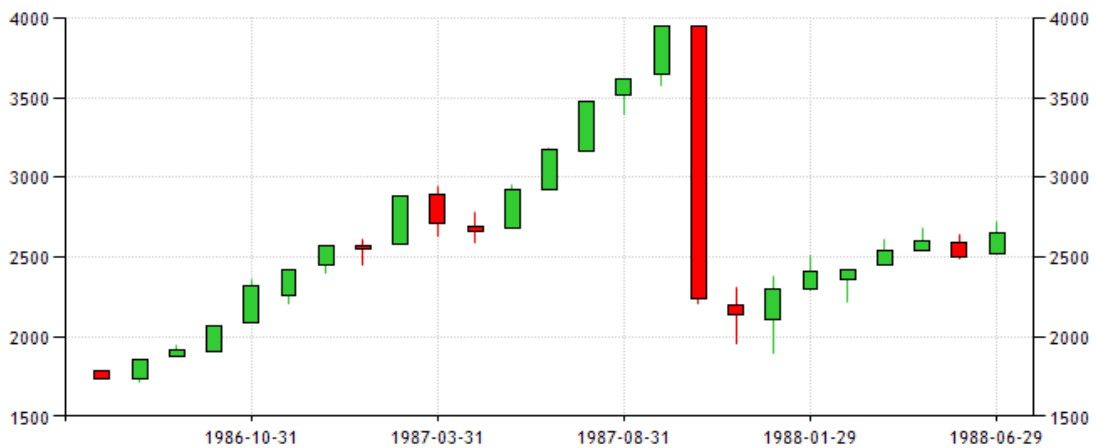
Quando nel 1982 il Regno Unito e la Repubblica Popolare Cinese cominciarono a contrattare la sovranità sull'isola di Hong Kong, furono intraprese alcune contromisure al fine di evitare una ricaduta come quella del decennio precedente. In particolare il governo di Hong Kong attivò delle misure importanti per rafforzare la moneta locale (HK\$) fissando la quotazione a 7,8 HKD = 1 USD: la stessa subì poi notevoli modifiche.

Grazie alle numerose regolamentazioni introdotte e all'eliminazione delle incertezze strutturali e concernenti il destino del paese, nel Settembre 1986 la Borsa Valori di Hong Kong ottenne la piena adesione alla *Federation Internationale des Bourses de Valeurs*, oggi nota come *World Federation of Exchanges*. Questo riconoscimento ebbe effetti molto positivi sull'andamento del principale indice HSI che raggiunse i massimi fino a quel periodo, come riportato nel grafico sottostante:



Fonte: Storico HSI, Tradingeconomics

Nell'Ottobre 1987 la Borsa Valori fu chiusa quattro giorni per limitare le perdite durante il *Black Monday* del mercato azionario globale. Nonostante queste precauzioni la fiducia degli investitori venne minata a tal punto che alla riapertura il 26 Ottobre, l'indice perse più del 43% in un solo giorno.



Fonte: Storico HSI, Tradingeconomics

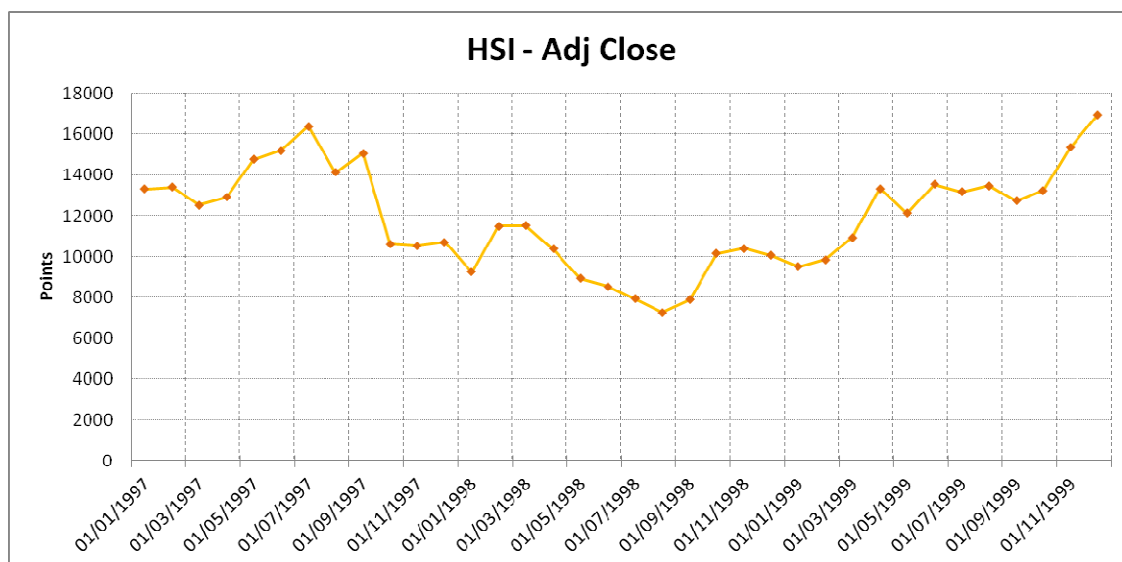
Dopo gli andamenti tumultuosi del 1987 fu chiaro come fossero necessarie delle regolamentazioni più stringenti, ed in generale una profonda riforma della Borsa Valori. In questo contesto venne introdotto il *Council of Stock Exchange* formato da 22 membri, nonché da un *team* molto competente di *managers* con il fine di salvaguardare gli interessi dei partecipanti al mercato e migliorare le operazioni.

Nei successivi anni, dal 1990 in poi, l'Hang Seng Index cominciò a beneficiare della progressiva costituzione del mercato finanziario della *Mainland China*, di cui si è già parlato precedentemente con riferimento alle Borse di Shanghai e di Shenzhen.

In tal modo la varietà e la numerosità dei prodotti scambiati crebbe sensibilmente durante gli anni '90: nello specifico si assistette ad un incremento dei volumi tanto esponenziale che nel 1993 il *Central Clearing and Settlement System (CCASS)* di cui la Borsa Valori di Hong Kong era dotata, introdusse l'*Automatic Order Matching and Execution System*.

Alcuni anni a seguire, in ottica di implementazione del sistema già presente, si ebbe la creazione anche del cosiddetto *Automated Trading System*; in questo modo si permise ai *brokers* di gestire gli ordini direttamente dal proprio ufficio invece che recarsi fisicamente nella *Trading Hall*.

Nel 1997 una combinazione sfavorevole di fattori tra cui la svalutazione della moneta locale Thailandese, il *Thai Baht*, l'inizio della crisi finanziaria Asiatica e la pressione speculativa sull'Hong Kong Dollar, portarono l'indice a perdere più del 50% del suo valore in pochi mesi arrivando ad un minimo di 6544,79 punti il 13 Agosto 1998.



Fonte: Storico HSI, elaborazione da dati *YahooFinance*.

Una crisi ancora più marcata fu evitata grazie all'intervento del Governo che immise circa 120 miliardi (HK\$) per comprare *Blue chips* portando l'indice sopra quota 8000 in poche settimane e, successivamente, a una crescita costante fino ai livelli pre-crisi.

Nel 2001 il Governo liquidò gradualmente il proprio investimento, assicurandosi un notevole profitto lungo tutto il processo.

L'impulso alla crescita dato dalla partecipazione dello Stato, portò un'ondata di positività nel mercato: in primo luogo aiutò lo sviluppo dell'industria tecnologica e soprattutto delle piccole e medie imprese, in secondo luogo rese più concreta la possibilità di avere un mercato secondario.

Nel novembre 1999, dopo che, come già detto, Hong Kong passò da protettorato inglese a Regione Amministrativa Speciale della Repubblica Popolare cinese (1997), si costituì, all'interno della HKEx, la piattaforma di negoziazione *Growth Enterprise Market*, anche abbreviata con la sigla GEM: questa nacque al fine di raggruppare tutte le società che non possedevano i requisiti necessari per poter essere quotate nella piattaforma principale, la *Main Board*.

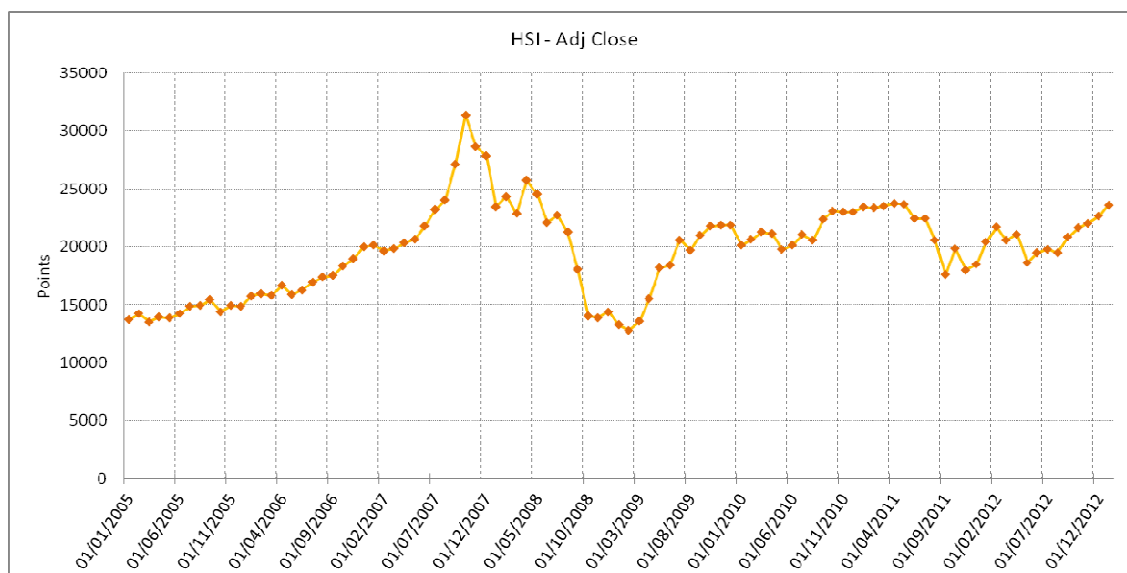
Il lancio del nuovo listino coincise con il *boom* del settore tecnologico all'inizio degli anni duemila; la crescita del settore *e-business* fu esponenziale in quel periodo, tanto ad Hong Kong, quanto nel resto del mondo, creando settori dell'economia che prima non esistevano. Il GEM funse da calamita per questi *fast evolving players* portando il numero di società quotate a 18 in soli 5 mesi.

Numerose fusioni nel 1999 cambiarono la struttura del mercato fondendo i cinque operatori dello stesso sotto un'unica *holding*, l'*Hong Kong Exchanges and Clearing Limited* (HKEx). Successivamente alla fusione gli *shareholders* di ognuno degli operatori scambiarono i loro diritti di proprietà negli *Exchanges* con interessi economici nell'HKEx e il diritto convenzionale di ricevere dividendi. Inoltre, rimasero invariate le condizioni riguardanti i *Trading Rights* in ogni rispettivo *Exchange*, vale a dire un'azione un *Trading Right*.

Considerate queste numerose riforme, nel Marzo del 2000, l'HSI raggiunse un massimo storico a 18.397,57 punti e, a causa del crescente numero di transazioni, tra il 2000 e il 2003, l'HKEx introdusse numerosissime riforme tecnologiche facendo un *upgrade* sostanziale dei suoi sistemi sia di *trading* che di *order matching*.

Successivamente a questa fase di reingegnerizzazione, l'HKEx cominciò a sperimentare un crescente interesse da parte della *Mainland*, tanto da firmare un accordo di *partnership* con Pechino e aprirvi un ufficio di rappresentanza nel 2003. Nei mesi successivi venne concordata l'introduzione dell' *H Share* Index nel mercato di Hong Kong²²²: nel 2005 la *Bank of Communication* fu la prima banca commerciale con sede in Cina ad essere quotata al di fuori dei confini Cinesi.

Nella storia più recente l'andamento dell'indice HSI è sempre stato tra i migliori a livello mondiale, tuttavia, come si evince dal grafico sottostante, anch'esso ha risentito enormemente della crisi economico finanziaria del 2007/2008 sperimentando un minimo nel Febbraio del 2009 a 12.811,57 punti.



Fonte: Storico HSI, elaborazione da dati *YahooFinance*.

Tuttavia, nonostante la crisi economico finanziaria mondiale, dal 2009 in poi l'HKEx ha dimostrato grandissime potenzialità segnando numerosi *record*: tra questi va indubbiamente citata l'IPO dell'*Agricultural Bank of China* che, avvenuta proprio in questa piattaforma di negoziazione, raccolse la cifra stellare di 22 miliardi (US\$).

²²² Per maggiori dettagli si rimanda al proseguo del capitolo nel quale verranno precisamente descritte tutte le varie tipologie azionarie esistenti in Cina, inclusa quella delle *H Share*.

Ciò detto ne emerge che, nonostante la Borsa Valori di Hong Kong, come si ha avuto modo di constatare attraverso questa breve panoramica, abbia avuto una sua particolare storia, difforme dalle altre piazze finanziarie cinesi, contestualmente anche questa Borsa Valori risente fortemente dell'influenza dell'andamento dell'economia mondiale e del *trend* degli altri principali listini.

Proprio in quest'ottica di contagio finanziario si inserisce un ampio filone di studi: tale fenomeno è stato sottovalutato per numerosi decenni, ma ha cominciato a guadagnare consensi dopo il 1997 con la crisi finanziaria asiatica. L'obiettivo, dato il contesto di analisi, è capire se e come la Borsa di Hong Kong influenzasse o fosse influenzata da altre entità: nello specifico ci si chiese se la stessa avesse esercitato un certo influsso nei confronti delle Borse di Shanghai e Shenzhen.

Tale fenomeno viene generalmente identificato come un cambiamento strutturale della relazione tra mercati evidenziato da un cambio del coefficiente di correlazione [Rigobon&Forbes (2001)]. Un'elaborazione molto convincente suggerisce che il contagio finanziario dal mercato X al mercato Y avviene se la dipendenza tra i due mercati aumenta quando la *performance* del mercato X è molto inferiore rispetto a quella media [Bradley&Taqqu (2005a, 2005b), Can Inci *et al.* (2011)].

In generale, Inci *et al.* (2009) arrivano alla conclusione che il mercato più influente al mondo è, senza sorprese, il mercato Americano. Dal punto di vista dell'*equity market* il mercato statunitense presenta influenze nel mercato tedesco, britannico, giapponese e di Hong Kong, senza però sperimentare alcun tipo di contagio inverso. Lo stesso tipo di risultati sono stati ottenuti anche nell'analisi del mercato *futures*.

In generale si può affermare che l'integrazione economica globale ha aumentato la dipendenza reciproca tra i paesi. In questo senso, rallentamenti economici in un paese possono velocemente ripercuotersi verso i suoi *trading partners*. Nella storia più recente, grazie anche ad un aumento dei volumi di scambio, la sincronizzazione tra i movimenti ciclici delle attività economiche si è resa sempre più difficile: in particolare si può vedere come, all'aumentare dei volumi di scambio tra paesi diversi dagli USA, la dipendenza dei mercati globali dagli US si sta gradualmente affievolendo.

Contrariamente allo scambio di beni e servizi, la dipendenza dei mercati finanziari rimane molto legata alle *performance* del mercato statunitense soprattutto per motivi

legati alla capacità di movimentare capitali, di innovazione finanziaria e legati all'abilità degli Stati Uniti di mantenere la liquidità dei *bond* del Tesoro.

Seguendo questa logica e analizzando più attentamente la storia passata del mercato di Hong Kong, si può affermare che il fenomeno del *Financial Contagion* non è un fenomeno nuovo per questa piazza, tuttavia bisogna analizzare in profondità i *players* coinvolti. Esula dai fini di questo *paper* fornire un'analisi econometrico-statistica delle correlazioni tra le *performance* delle maggiori piazze mondiali con quella di Hong Kong, ma quanto detto finora permette di trarre alcune importanti conclusioni.

La struttura di base della piazza asiatica permette sicuramente di riconoscere una notevole influenza britannica. Nei primi anni di attività la sovranità del Regno Unito sull'isola di Hong Kong ha plasmato anche la struttura e le regolamentazioni della Borsa Valori asiatica che si differenziava in modo marcato dalle piazze di Shanghai e Shenzen. Con il progressivo passaggio dell'isola sotto la sovranità cinese, le similitudini tra le piazze cominciarono a vedersi in modo più marcato, tuttavia la piazza di Hong Kong è riuscita a mantenere una tensione internazionale più elevata delle due borse valori cinesi.

Come emerge dalle ricerche presentate in precedenza, negli ultimi anni l'influenza maggiore sull'HS si è sperimentata dal punto di vista della vicinanza geografica, basti ricordare il tracollo dovuto alla svalutazione del *Thai Baht*.

Tuttavia rimane indubbia la centralità di *Wall Street* nello scenario mondiale.

2.3.5. Le classi azionarie

Nonostante involontariamente si sia già fatto riferimento nei sotto-paragrafi precedenti ad alcune delle classi azionarie esistenti in Cina, si vuole ora darne una descrizione molto più chiara e dettagliata.

Nella sua encomiabile lista di particolarismi infatti la nazione asiatica annovera anche la tipologia di azioni che vengono emesse nel mercato. Queste, con modalità molto particolari che saranno oggetto di successive analisi, rientrano tra gli strumenti a disposizione del Partito per contrastare la presenza degli investitori *Non State* e per

assicurarsi il permanere del loro ruolo di controllo anche se in piena *Shareholding Reform*.

Il tutto gira attorno al concetto di “negoziabilità” che, nel contesto cinese, non è caratteristica propria di tutte le azioni, ma solo di una minoranza delle stesse, come si spiegherà successivamente.

Va precisato che, a seguito della *Open Door Policy* tanto voluta da Xiaoping, l’elenco delle azioni ammesse a quotazione si è arricchito notevolmente introducendo una nuova classe azionaria: fino ad allora infatti non era assolutamente contemplata la possibilità di immettere azioni destinate ad investitori stranieri, da quella data in poi invece venne concesso.

Sull’argomento si registra anche un altro episodio importante: nel 1993, per la prima volta in assoluto, un’azienda cinese si quotò nella Borsa di Hong Kong ottenendo un *feedback* positivo dagli investitori internazionali [CSRC (2008)].

Questo primo passo aprì poi la strada a molte successive quotazioni che andarono ben oltre la Regione Amministrativa Speciale di Hong Kong, quali quelle verso il mercato statunitense, la *London Stock Exchange* ed il limitrofo stato di Singapore. Tali episodi furono di notevole importanza per il contesto finanziario cinese: non solo permisero alle imprese coinvolte di ottenere i fondi necessari, ma concessero alle stesse di farsi conoscere all’estero soprattutto da grandi banche di investimento, consentendo anche agli investitori stranieri di avvicinarsi gradualmente alla difficile - e fino ad allora sconosciuta - realtà cinese.

In quello specifico periodo storico appariva infatti fondamentale attirare l’attenzione dell’investitore straniero senza spaventarlo, bensì avvicinandolo con un approccio conoscitivo del mercato finanziario del tipo *step by step*.

Nello specifico, il mercato cinese si caratterizza per una classificazione azionaria molto precisa e restrittiva: nella fattispecie ci si imbatte in due macro categorie distinte a

seconda che alle stesse sia più o meno preclusa la possibilità di negoziazione²²³: si parla in tal senso di *Tradable Shares* e di *Non-Tradable Shares*.

La compresenza di queste opposte classi azionarie viene indicata comunemente con l'espressione *Split Share Structure* che appunto vuole sottolineare l'esistenza, nel mercato finanziario cinese, di questo duale panorama di categorizzazione.

Tuttavia al fine di garantire un livello minimo di liquidità dei mercati ed evitare che venissero emesse solo azioni non negoziabili la *Company Law* impose che in fase di IPO almeno il 25% del totale delle azioni emesse ricadesse nella categoria delle *Tradable Shares*. Tale requisito percentuale si abbassava a 15% se la quotazione coinvolgeva un'emittente con capitalizzazione uguale o superiore ai 400 milioni di RMB (Articolo 152, *Company Law*). In tal senso dai dati raccolti emerge che nella quasi totalità dei casi le imprese quotande non superarono mai tali limiti percentuali, emettendo l'esatta quantità minima di *Tradable Shares* così da non incorrere in una violazione della legge regolamentare²²⁴.

Prima però di entrare nel vivo della categorizzazione cinese, che vede tra le altre la presenza di azioni conosciute con l'espressione *A Shares* e *B Shares*, è bene fornire una breve panoramica sulle tipologie di classi azionarie negoziate al di fuori del contesto asiatico, al fine di individuare la presenza di eventuali analogie con altri mercati finanziari.

In particolare, termine di confronto per eccellenza diviene il contesto anglosassone il quale, come già detto in merito alla descrizione sulla Borsa di Hong Kong e non solo, ha influenzato la nascita, creazione e formazione dei mercati finanziari cinesi, fornendo un valido modello di partenza: è in quest'ottica che si pone anche l'analisi delle classi azionarie in Cina.

²²³ Dal punto di vista dei diritti di voto e di *cash flow* non vi è alcuna differenza tra una tipologia azionaria e l'altra: sia Chi&Padgett (2005) che Su&Fleisher (1999) ribadirono questo concetto sostenendo che tanto le *A Shares* quanto le *B Shares* conferiscono gli stessi diritti di voto e gli stessi *dividends rights*.

²²⁴ Nel febbraio 1999 i dati raccolti dalle emissioni nella borsa di Shanghai confermarono quanto testè detto: ben il 65% delle azioni emesse rientravano nella categoria delle *Non Tradable*, pertanto il restante 25% (limite minimo) era costituito da azioni negoziabili. La stessa verifica, ripetuta a dieci anni di distanza, ha portato ad un risultato pressoché invariato: circa i 2/3 dei titoli azionari appartenevano alla categoria dei non negoziabili [Cooper (2003)].

Non è casuale si sia precedentemente accennato alle *A Shares* e alle *B Shares* che, come si vedrà nel proseguo del paragrafo, in Cina rientrano nella cosiddetta classe di azioni negoziabili.

Queste, per lo meno nella nomenclatura, riprendono una classificazione da tempo in uso nel contesto anglosassone: in questa sede si vuole quindi comprendere se tale analogia si ferma a questo aspetto puramente esteriore, per l'appunto del nome, o se la constatata similitudine si replica anche per quel che concerne il contenuto di tale tipologia azionaria, in termini di diritti assegnati.

Nei principi anglosassoni largamente accettati dal mondo finanziario occidentale, la classificazione azionaria canonica viene operata soprattutto con criteri che tengono conto dei privilegi di voto, termini di liquidazione e diritti ai dividendi.

In tal senso bisogna considerare che in questa classificazione non esiste una vera e propria definizione esplicita della differenza tra *Class A* e *Class B Stocks*: è indubbio che le società utilizzino queste espressioni per distinguere una classe azionaria dall'altra, spesso si parla anche di *Alphabet Shares*, tuttavia specifiche caratteristiche che siano riconducibili solo ad una o all'altra categoria non ve ne sono.

Genericamente le imprese classificano le *A Stocks* quali *common o preferred stocks* con notevoli diritti decisionali e altri *benefits* associati, contrariamente le *B Stocks* sempre come azioni ordinarie o privilegiate, ma caratterizzate per conferire inferiori diritti ai loro detentori²²⁵: tuttavia si potrebbe anche assistere a classificazioni esattamente contrarie²²⁶.

L'unica modalità per comprendere appieno le caratteristiche dell'una o dell'altra classe azionaria è attraverso la lettura dell'*Article of Association* della società sotto esame: qui

²²⁵ Già da qui una differenza notevole rispetto alla classificazione cinese nella quale le *A Shares* e le *B Shares* come già detto, pur avendo caratteristiche fra di loro differenti, conferiscono i medesimi diritti di voto e di ottenimento dei dividendi.

²²⁶ Può ad esempio profilarsi una situazione in base alla quale le *B Shares* non conferiscono alcun tipo di diritto di voto e permettono di ottenere, in caso di liquidazione dell'azienda, solo un pagamento in via residuale. Nel Regno Unito si è assistito a casi nei quali questa tipologia azionaria è stata impiegata soprattutto a sostituzione dei dividendi; questo prevalentemente per motivi legati a vantaggi di natura fiscale. Sostanzialmente il meccanismo di funzionamento prevede che ad un certo momento dell'anno l'azienda faccia un'offerta di acquisto su queste determinate azioni ed il denaro così guadagnato dal detentore costituisce il dividendo. Va detto che le stesse *B Shares* hanno normalmente un prezzo differente dalle azioni ordinarie per motivi legati alla poca liquidità del titolo stesso nel mercato finanziario, ma possono – qualora previsto – essere convertite in azioni di altro tipo.

vengono infatti specificate non solo le differenti *Stocks Classes* emesse dall'impresa, ma anche i caratteri precipui di ciascuna.

Una differenza maggiormente evidente del contesto anglosassone si riscontra, più che nel confronto tra *A Stocks* e *B Stocks*, negli studi che hanno coinvolto l'ambito delle *dual class shares: Superior Voting Shares (SVS)* e *Restricted Shares (RVS)* [Smith&Amoako-Adu (1995)].

Questo tipo di distinzione è stata introdotta per permettere alle aziende quotate di separare il controllo dalla proprietà, agendo sul differenziale dei diritti di voto.

Tale valore differenziale si traduce spesso in un differenziale anche di prezzo: alcune ricerche [Smith&Amoako-Adu (1995)] dimostrarono come le *Superior Voting Shares* erano vendute ad un prezzo superiore rispetto alle *Restricted Shares* principalmente per due motivi:

1. i volumi di interscambio delle *RVS* sono nettamente superiori a quelli delle *SVS*;
2. gli offerenti in caso di acquisizione sono disposti a valutare maggiormente le *SVS* in quanto permettono di prendere il controllo più velocemente [Megginson (1990)].

Un'altra categorizzazione che viene spesso considerata è quella delle *publicly owned* e *closely held common stocks*. Le prime possono essere scambiate liberamente nei mercati azionari e interessano un numero elevato di investitori; le azioni *closely held*, invece, interessano un numero molto limitato di investitori e non vengono scambiate liberamente nei mercati azionari. In questo caso la differenziazione viene operata in termini di accessibilità, come facilmente intuibile anche dal nome stesso.

Dal punto di vista del contesto cinese è opportuno analizzare le caratteristiche e regolamentazioni del mercato azionario secondo un approccio politico-economico.

Nonostante, come già detto, lo stesso abbia ripreso moltissimo da altre realtà finanziarie oltre confine, esso ha anche manifestato, sin dalla sua nascita, chiare differenze dagli altri mercati "convenzionali".

Heilmann (2002) ha analizzato nello specifico come la regolamentazione del mercato azionario cinese si configurasse quale operazione di notevole importanza al fine di:

1. mobilitare le riserve di denaro nazionali offrendo opportunità di investimento sicure e diversificate;
2. trasferire capitali per un utilizzo produttivo;
3. permettere alle SME l'accesso a capitali esterni;
4. permettere l'accesso ai mercati internazionali di capitali;
5. rendere i servizi finanziari accessibili a tutti i segmenti economicamente attivi della società.

E' proprio in quest'ottica che si inseriscono le categorizzazioni delle azioni cinesi di cui si tratterà diffusamente nel proseguo del paragrafo²²⁷.

Va tuttavia sottolineato che Cooper (2003) e successivamente Comerford Cooper (2008) hanno riportato - tramite i loro studi - come vi sia ancora una notevole disparità tra le due macro classi di azioni in Cina: *Tradable* e *Non Tradable*.

In particolare quello che qui emerge è che questo tipo di macro-classificazione rappresenta un elemento di importante distorsione dei prezzi e di limitazione allo sviluppo del mercato azionario cinese²²⁸.

La distorsione dei prezzi si presenta anche all'interno delle stesse macro categorie: le azioni A, B e H, che verranno spiegate successivamente, presentano in particolare delle caratteristiche peculiari che meritano di essere esaminate.

Numerosi studi [Bodurtha *et al.* (1993), Erranza&Losq (1985), Eun&Janakiramanan (1986)] hanno dimostrato che, se i mercati sono segmentati, allora i prezzi delle *cross-listed securities* sono abbastanza differenti, e possono essere influenzati dai movimenti di mercato del paese in cui queste *securities* sono scambiate [Froot&Dabora (1999)]²²⁹.

²²⁷ Basti sapere, senza anticipare eccessivamente quanto verrà detto dopo, che le le azioni di tipo A permettono di raggiungere tutti i punti elencati, soprattutto grazie all'apertura internazionale dal 2003 verso i *Qualified Foreign Institutional Investors* (QFII); le azioni di tipo B permettono soprattutto di aver accesso ai mercati internazionali di capitali; le azioni di tipo H, L, N, S permettono anch'esse di avere accesso ai mercati internazionali.

²²⁸ Per un approfondimento sul tema si rimanda a Comerford Cooper (2008) .

²²⁹ Su questa ipotesi Wang&Jiang (2004) hanno esaminato le azioni gemelle A e H, rilevando che le H *Shares* subiscono uno sconto di prezzo rispetto alle sorelle A *Shares*, sconto principalmente dovuto a fattori di mercato domestici e internazionali e ad una relativa illiquidità del mercato. Per maggiori dettagli si rimanda a Wang&Jiang (2004).

Da questa analisi delle diverse classificazioni tra mercati finanziari occidentali e cinesi emerge come vi siano alcune importanti differenze.

Se da un lato è vero che entrambe le regolamentazioni prevedono la presenza di due macro categorie di azioni che vengono caratterizzate dalla diversa accessibilità, è anche vero che all'interno di queste macro categorie vi sono delle differenze importanti tra i due sistemi.

Nello specifico le azioni *Tradable* vengono in entrambi gli scenari suddivise in ulteriori sottocategorie ma, mentre nel contesto anglo-occidentale la classificazione viene operata principalmente in un'ottica di diritto di voto e, quindi, in un minore o maggiore grado di controllo dell'organizzazione da parte degli investitori, nel contesto asiatico le sottocategorie presentano un'ulteriore differenziazione di accessibilità, come si vedrà proseguendo nella lettura.

Va detto che in entrambi i casi si riscontrano sensibili distorsioni dei prezzi.

Concludendo questa breve panoramica di confronto, anche se la nomenclatura potrebbe quindi suggerire una somiglianza tra le classi di azioni anglo-occidentali e cinesi, i criteri di differenziazione sono profondamente diversi: non sembra azzardato affermare che i due sistemi abbiano trovato il modo per raggiungere gli stessi fini, ossia la differenziazione di prezzo, utilizzando tuttavia strumenti diversi.

Tornando ora all'oggetto effettivo di questo paragrafo, ossia la descrizione delle categorie azionarie presenti in Cina, va precisato che le *Tradable Stocks* subiscono, per l'appunto, un'ulteriore classificazione interna, basata sulla figura del destinatario e sulla sede di negoziazione. Esse si possono distinguere in:

- *A Shares*: si tratta delle cosiddette “azioni domestiche”, quotate esclusivamente nei listini di Shanghai e Shenzhen nella valuta locale (RMB²³⁰) e acquistabili esclusivamente da cittadini cinesi residenti nella *Mainland China*²³¹ [Francis *et al.*(2009)]. Va precisato però che in un'ottica di maggior internalizzazione nel 2003 si assistette all'apertura

²³⁰ Sigla di Renminbi (simbolo nell'ambiente finanziario: CNY). E' la valuta nazionale cinese, viene emessa dalla preposta autorità monetaria, ossia la PBC (*People's Bank of China*), ed il nome significa letteralmente “valuta del popolo”.

²³¹ Talvolta si può assistere a casi in cui tali azioni sono detenute da particolari istituzioni domestiche.

verso qualificati investitori stranieri (QFII) anche del mercato *A Shares*, fino ad allora uno dei più chiusi e rigidi in assoluto;

- *B Shares*: nell'ottica di reperire valuta estera, in un periodo di notevoli vincoli e di severi controlli, tali azioni si prestarono perfettamente a conseguire l'obiettivo suddetto. Emesse dapprima all'interno di un progetto pilota, in pieno approccio *trial&error*, questa classe azionaria venne poi confermata in via definitiva nel febbraio 1992, quando vennero per la prima volta emesse ufficialmente nella Borsa di Shanghai²³² [CSRC (2008), Mok&Hui (1998)]. Anch'esse sono quotate nei listini nazionali sopraccitati, il loro valore facciale è espresso in RMB anche se sono acquistabili solo ed esclusivamente da investitori stranieri attraverso il sistema del QFII, una forma di regolamentazione specifica che limita l'accesso ad un numero fisso di quote. Sono negoziabili in dollari US (US\$) o in dollari Hong Kong (HK\$) a seconda se quotate rispettivamente nella Borsa di Shanghai o in quella di Shenzhen. Tuttavia va precisato che a partire da marzo 2001 tali azioni sono acquistabili anche da qualificati investitori domestici²³³. Nonostante nel 1998 dalla loro emissione si raccolsero ben 7,4 miliardi (US\$) che incisero positivamente su innumerevoli aspetti dell'apparato industriale cinese, la loro presenza nel mercato è destinata a diminuire, soppiantata dall'emergere di altre tipologie azionarie di seguito riportate²³⁴ [CSRC

²³² Per essere autorizzati all'emissione di questa tipologia azionaria molto delicata, visto il suo profilo internazionale, vanno rispettati ulteriori requisiti oltre a quelli *standard* già imposti. In particolare è previsto che [Su&Fleisher (1999)]: 1) l'emittente abbia ottenuto l'approvazione dalle autorità competenti per utilizzare nelle transazioni la valuta estera necessaria; 2) esso deve dimostrare di possedere un'entrata in valuta straniera che sia stabile e solida nel tempo, anche al fine di poter pagare i dividendi associati a tali azioni; 3) la porzione di *B Shares* emesse non deve comunque superare il limite imposto dalle autorità competenti le quali ogni anno individuano un ammontare massimo di azioni e di soggetti autorizzati a tale emissione.

²³³ Va precisato che il mercato delle *B Shares* subì un arresto nell'ottobre del 2000, quando venne decretata la temporanea sospensione delle relative emissioni. Fu la *Shanggong Shenbei Company Limited* che nel 2003, con la sua emissione da oltre 100 milioni di *B Shares* a favore di 14 investitori, permise al sistema di riprendere regolarmente ad operare [CSRC (2008)]. Tuttavia l'esiguo volume di negoziazione delle stesse, nonché il loro basso valore, le rende indubbiamente la seconda *Tradable class*, ben al di sotto delle *A Shares* che, non a caso, sono oggetto principale nelle varie indagini in materia di *IPO Underpricing*.

²³⁴ Con riferimento alle *A Shares* e alle *B Shares*, di cui si parlerà abbondantemente anche nel proseguo dell'elaborato, va precisato che un'impresa è assolutamente libera di emettere entrambe le tipologie

(2008)];

- H Shares: negoziate solo ed esclusivamente nella borsa di *Hong Kong* nella relativa valuta (HK\$) sono azioni emesse esclusivamente da imprese cinesi di tipo *Red-Chip* ed acquistabili solo da investitori stranieri [Allen *et al.* (2005)];
- L Shares, N Shares e S Shares²³⁵: anch'esse, come le H Shares, rientrano nella categoria delle azioni rivolte esclusivamente ad un pubblico di investitori stranieri, ma sono quotate rispettivamente nella *London Stock Exchange*, nella *NYSE* e nella Borsa di Singapore. In particolare le N Shares sono negoziate nella forma di ADRs ossia di *American Depository Receipts*.

Questo con riferimento alle tipologie azionarie negoziabili. Con riferimento invece alla controparte *Non Tradable* si trova un altrettanto ampio spettro di azioni, il cui elemento distintivo è la proprietà. Nello specifico si possono individuare [Allen *et al.* (2005)]:

- Le *State-Owned Shares* (anche definite *Government Shares*): si tratta di azioni nelle mani dello Stato o di agenzie sue rappresentanti, controllate e gestite per il tramite dello *State Asset Management Bureau* (SAMB). Ci si

azionarie: esse infatti conferiscono gli stessi *voting e dividend rights* [Chi&Padgett (2005), Su&Fleisher (1999)]. Tuttavia normalmente le A Shares quotano ad un prezzo ben superiore rispetto alla controparte B, e soffrono contestualmente di un *Underpricing* più elevato [Chen G. *et al.* (2004), Chi&Padgett (2005), Su&Fleisher (1999)]. Questa constatazione è legata ad un problema di natura informativa derivante dall'eccessivo *time lag* che caratterizza le A Shares e non le B Shares, così come dal fatto che le stesse siano principalmente destinate agli investitori *retail*, spesso molto disinformati (le B Shares sono normalmente acquistate da investitori istituzionali internazionali quali i fondi pensione). Oltretutto è previsto un regime di *information Disclosure* molto più rigido e serrato per le B Shares, fatto che di per sé permette agli investitori internazionali di avvicinarsi maggiormente all'*intrinsic value* della *company* e, conseguentemente, anche a determinare il *fair value* dell'azione. Chen G. *et al.* (2004) sottolinearono addirittura che la struttura del prospetto informativo per quest'ultima tipologia azionaria era molto dettagliata, sulla scia di quelli compilati qualora si decida di quotarsi nella Borsa di Hong Kong (in cui vige un maggior rigore nell'*information Disclosure*), Singapore o altre piazze internazionali. In tal senso si continui con la lettura del III capitolo. Inoltre, ad ulteriore supporto di questo testé detto Chen *et al.* (1999) ribadirono che: "*Overseas investors must face language barriers, must cope with different accounting standards, and find it hard to get reliable information about the local economy and companies*". Tra l'altro va sottolineato che, data la ridotta dimensione e l'illiquidità che caratterizza normalmente il mercato delle B Shares, quasi la totalità degli studi in materia di IPO *Underpricing* cinese si è concentrata sulle A Shares.

²³⁵ Per quel che concerne le emissioni di H, N, S e L Shares queste non sono sottoposte ad un sistema di emissione controllata (come invece accade per le B Shares), ma si procede verificando caso per caso.

riferisce a quelle azioni entrate in possesso dello Stato tramite il processo di *Corporatization* dell'azienda, ma prima della quotazione della stessa. Queste, come si evince dall'appartenenza alla classe azionaria *Non Tradable*, non sono negoziabili, ma solo trasferibili da un'istituzione governativa ad un'altra, previo consenso del CSRC²³⁶;

➤ Le *Legal Entity Shares* (anche definite *C Shares*): come dice il termine stesso sono azioni che, sempre nella fase intermedia precedente alla definitiva quotazione, risultano già di proprietà di entità legali quali altre SOE o, più genericamente, altre imprese. Anch'esse sono ammesse solo a trasferimenti previa approvazione del CSRC;

➤ *Employee Shares*: si tratta di azioni offerte ai *manager*, nonché ai dipendenti dell'impresa quotata, sempre durante la fase *pre-listing*. Normalmente esse vengono vendute a questi soggetti ad un prezzo considerevolmente scontato. Inizialmente non erano ammesse alla negoziazione: attualmente è invece consentito che, dopo un periodo di detenzione che varia dai 6 ai 12 mesi, previa autorizzazione del CSRC, queste possano essere negoziate nel mercato dei capitali [Xu *et al.* (1999)]. Inoltre per le aziende quotate prima del novembre 1998 era imposto anche un limite del 10% nell'emissione rispetto al totale dell'*offering size* [Chi&Padgett (2005)];

➤ Le *Entrepreneur Shares*: molto meno conosciute e diffuse si tratta di azioni che vengono offerte ai fondatori dell'impresa che si appresta a quotarsi, ma prima che ciò avvenga concretamente. Non hanno nulla a che vedere con quelle azioni che effettivamente i fondatori possono vendere o acquistare liberamente nel mercato dei capitali [Allen *et al.* (2005)];

²³⁶ In realtà a partire dall'Aprile 2005 il CSRC, sotto la guida dello *State Council*, sta conducendo la cosiddetta *Split Share Structure Reform* che tra i vari effetti dovrebbe conferire alle *State Owned Shares* e alle *Legal Entity Shares* la negoziabilità nel mercato dei capitali (solo però a specifiche condizioni e dopo un periodo di *lock up*). Si andrebbe pertanto a mitigare la rigidità nei trasferimenti che fino ad allora aveva caratterizzato queste categorie azionarie, tra le più diffuse in Cina [Cheung *et al.* (2008)]. Si tratta ovviamente di una riforma davvero impattante tanto che la stessa, a detta dello *State Council*, deve essere condotta “[...] in a dynamic and prudent manner”.

➤ Le *Foreign shares*²³⁷: poco diffuse si tratta di azioni nelle mani investitori industriali stranieri sempre nella fase intermedia, prima dell'effettiva quotazione [Allen *et al.* (2005)].

Alla luce della classificazione sopra riportata e considerata la realtà del contesto cinese le *State Owned Shares* si sono dimostrate uno strumento validissimo nelle mani del Governo per raggiungere contemporaneamente l'obiettivo di maggior efficienza ma anche di conservazione della propria posizione di controllo.

Nella fattispecie questa tipologia azionaria ha permesso alle imprese nazionali da un lato di quotarsi, cosicché esse potessero ottenere il capitale tanto necessario, dall'altro lato ha però lasciato allo Stato la possibilità di esercitare una posizione di dominanza.

Nel dettaglio, al fine di limitare il più possibile il ruolo degli azionisti *Non State* che tanto erano temuti dal Governo, si assistette ad un'emissione consistente di *Non Tradable Shares*, più nello specifico di tutte quelle azioni afferenti alla categorie delle "governative".

Quasi la totalità delle aziende quotate nelle Borse di Shanghai e Shenzhen sono infatti rimaste nelle mani dello Stato: la porzione di *State Owned Shares* emessa è aumentata da un iniziale 34% nel 1998 ad un 46,5 % nel 2002 [Cooper (2003)].

2.4. IL RUOLO DELLE AUTORITA' REGOLAMENTARI: IL CSRC

Nonostante in questo elaborato non si sia ancora proceduto a delineare chiaramente il profilo del CSRC in termini di funzioni, storia ed organizzazione dello stesso, di questo organo regolatore si è già più volte accennato nei paragrafi precedenti.

Infatti comprendere il contesto storico, istituzionale e finanziario della Cina senza riferirsi al ruolo e alla presenza del CSRC è fatto di per sé impossibile, poiché l'uno non esiste senza l'altro.

²³⁷ Secondo i dati riportati da Chen Z. *et al.* (2007) sia le *Foreign Shares* così come le altre due precedenti categorie non sono particolarmente diffuse nel panorama azionario cinese.

Come già affermato la *China Securities Regulatory Commission* prese vita nell'ottobre 1992 per volontà dello *State Council* cinese che, in quella stessa occasione creò un altro importante organo regolatore: la *Securities Committee* (SCSC).

Durante questa fase di dualismo²³⁸ le funzioni tra le due istituzioni erano così ripartite:

- al SCSC spettava i) il compito di supervisionare l'intero mercato dei valori mobiliari, ii) di svolgere attività di ispezione e controllo nei confronti delle negoziazioni che vi prendevano luogo; iii) di indirizzare e coordinare l'operato degli organi governativi decentralizzati con quelli in sede centrale; iv) di stendere disegni di legge e regolamenti per gestire il mercato finanziario e v) di implementare strategie operative di lungo termine [CSRC (2008)];
- il CSRC invece doveva i) formulare ed implementare nella pratica gli effettivi regolamenti e le leggi che avrebbero poi governato le negoziazioni; ii) esercitare una funzione di controllo e vigilanza nei confronti delle imprese mobiliari, di aziende domestiche che si apprestavano alla quotazione in patria ed oltre confine, iii) supervisionare l'attività di *trading* dei diritti di proprietà tra un'azienda e l'altra al fine di evitare pratiche illegali. Il tutto doveva essere poi riferito alla SCSC, in un rapporto di dipendenza verso quest'ultima.

Ciò nonostante questo doppio regime di autorità preposte alla regolamentazione si concluse nel 1998, quando tutte le funzioni di supervisione e vigilanza incorporate nella figura del SCSC confluirono nell'unica istituzione che il Governo cinese riconobbe come addetta al controllo del mercato nazionale, sia di quello mobiliare che dei *futures*: il CSRC.

Questo, con sede nella città di Pechino, si espanse immediatamente anche nelle differenti regioni inglobando i molteplici uffici provinciali già allora presenti e preposti alla supervisione decentralizzata: tali sedi andarono pertanto a costituire le braccia

²³⁸ Per correttezza va precisato che prima dell'implementazione di questo impianto regolatore duale, voluto dallo *State Council*, esisteva già un organo unico preposto al controllo e alla supervisione del mercato dei capitali cinese: nel maggio 1992 venne affidato questo incarico al *Securities Supervision Office* della *People's Bank of China* (PBC). Di lì a soli due mesi di distanza lo stesso *State Council* ritenne però decisione più saggia creare un *team* di esperti (*Joint Staff Meeting for Securities Supervision*) che controllasse e supervisionasse l'andamento del mercato per suo conto. Anche questa soluzione non si rivelò però sufficientemente adatta al contesto di fervente dinamismo finanziario: per questo motivo, anche considerando la necessità di creare un organo regolatore di stampo internazionale, si arrivò alla creazione del CSRC e del SCSC.

operative dello stesso CSRC che poteva così esercitare una forma unificata di supervisione e controllo, anche se geograficamente ramificata.

Creato espressamente per volontà del Consiglio dei Ministri cinese (lo *State Council* appunto) esso si presenta quale diretta emanazione del Governo²³⁹ e si compone di 22 dipartimenti funzionali, di 36 uffici distribuiti tra le differenti regioni, province, comuni – in un ottica di ramificazione del suo operato – nonché di 2 importanti sedi di supervisione nelle borse di Shanghai e Shenzhen [CSRC (2011)].

Capitanato da un unico Presidente, cinque Vice e tre Assistenti alla sedia presidenziale, esso – per svolgere appieno le sue funzioni – si affida ad uno *staff* non solo altamente qualificato e professionale, ma la cui educazione è di stampo internazionale, soprattutto europea o americana²⁴⁰.

Anche se questa informazione può sembrare del tutto irrilevante in realtà ha delle conseguenze per il contesto finanziario cinese che non vanno sottovalutate. Sostanzialmente il CSRC, soprattutto nell'ultimo decennio, ha espresso la volontà di conseguire un obiettivo diverso da quello tanto rincorso ad esempio dalla *State Economic and Trade Commission* (SETC) e dal Ministero delle Finanze.

Questi ultimi individuavano nella creazione e nello sviluppo dello *stock market* una soluzione eccellente per ristrutturare le SOE in difficoltà economica; essi cioè giustificavano la nascita dei mercati finanziari solo in questa ottica di salvataggio e nulla più, il CSRC era invece di tutt'altra opinione.

In particolare, anche sulla base del sopraccitato *background* educativo degli stessi membri della Commissione, essi manifestarono la volontà di creare un mercato dei capitali universali e non *ad hoc*, finalizzato solo ed esclusivamente a risolvere le problematiche nazionali [Cooper (2003)]: al contrario il loro obiettivo era dar vita ad un mercato “credibile” su scala globale. A tal scopo, per creare un mercato che non fosse solo una soluzione temporanea ma che vivesse di forza propria, essi riconobbero la necessità di irrigidire e rafforzare i requisiti di ammissione alla quotazione, anche se

²³⁹ All'interno dell'Annul Report 2011 della CSRC, disponibile su <www.csrc.gov.cn>, si parla espressamente di *Ministry-level Government Agency* per definire tale istituzione.

²⁴⁰ Giusto per rendere più chiara l'idea del grado di qualificazione all'interno del CSRC basti sapere che il 65,2% dei suoi dipendenti è in possesso di un *Bachelor Degree*, il 58,3% ed il 18,2% dello *staff* di Pechino hanno conseguito rispettivamente un *Master* o addirittura un PhD.

questo avrebbe costituito probabilmente uno svantaggio per le SOE e un beneficio per il settore *Non State*, probabilmente più conformi ai requisiti imposti [Cooper (2003)].

Proprio alla luce di quanto finora detto il CSRC promulgò, sin dai primi anni del suo operato, una serie di leggi e regolamenti volti a controllare e supervisionare il mercato dei capitali, espletando così le proprie funzioni.

Procedendo cronologicamente - e per tappe più rilevanti - si possono ad esempio individuare [CSRC (2008)]:

- la *Provisional Regulation on the Issuing and Trading of Shares* che, tra le prime ad essere emanata, nell'aprile del 1993, regolava attività cardine del mercato dei capitali quali l'emissione e la negoziazione dei valori mobiliari, nonché controllava le procedure di acquisizione di aziende quotate;
- l'*Implementation Rules on Information Disclosure of Companies Issuing Public Shares* (giugno 1993) che, come il nome stesso evoca, disciplinava la delicata fase di *Disclosure* durante il processo di *listing*;
- La *Provisional Measures on Prohibiting Fraudulent Conducts Relating to Securities* sempre dell'anno 1993 che, anche se di natura provvisoria, si configurava comunque quale primo passo per definire quali attività di *trading* si palesassero illegali. All'individuazione di queste doveva ovviamente corrispondere un adeguato sistema sanzionatorio che fungesse da deterrente ed in assenza del quale le aziende avrebbero continuato ad agire in completa inosservanza delle leggi e dei regolamenti. A tal proposito nel 1996 sempre il CSRC emise una circolare, la *Prohibiting Securities Market Manipulation*, che disciplinava il sistema delle sanzioni.

Va anche precisato che ai suoi esordi il CSRC non era assolutamente dotato di un dipartimento d'esecuzione: questo venne creato solo nel 1995 proprio con la finalità di indagare su attività ritenute illegali o su *trading* sospetti²⁴¹.

²⁴¹ Da quel momento in poi si assistette ad un percorso in crescendo. *In primis* infatti il CSRC, nell'espletamento della sua carica da supervisore, agì sempre avendo a riguardo l'interesse dell'investitore e la sua tutela. In secondo luogo nel 2007 si intervenne direttamente nella sua struttura organizzativa andando a creare un sistema di controllo ancora più forte e delineato. Si crearono a tal scopo tre distinti organi che, sempre rappresentativi del CSRC e a questo interni, svolgessero dapprima

Esso inoltre, nell'aprile del 2004, a seguito del nulla osta dello *State Council*, diede origine al cosiddetto IAC, sigla di *International Advisory Council*, organo interno al CSRC con la funzione di tenere perennemente aggiornato lo stesso circa gli ultimi sviluppi dei mercati finanziari oltre confine. Questo aveva l'incarico di riportare novità e *trends* che recentemente avevano preso piede nel panorama finanziario *oversea*. Espletata questa prima funzione lo IAC doveva poi fornire un'adeguata consulenza su come intervenire per modernizzare il contesto cinese pur nel rispetto delle sue peculiarità.

Per quel che concerne le altre sue funzioni, oltre quelle già citate, il CSRC svolge direttamente, senza l'aiuto di organi supplementari, i seguenti incarichi [CSRC (2005)]:

1. vigila e regola i mercati dei valori mobiliari e dei *futures*, prevalentemente controllando la condotta dei dirigenti di alto livello;
2. svolge un ruolo di guida e di coordinamento verticale per tutte quelle entità locali che sono sotto il suo controllo;
3. rivolge la sua attenzione all'operato dei *senior manager* e alle operazioni e decisioni quotidianamente prese all'interno dei Consigli di Sorveglianza di alcune aziende quotate;
4. regola l'attività di *listing*, offerta, negoziazione, custodia, nonché di liquidazione di moltissimi degli strumenti finanziari esistenti quali i *futures contracts* domestici, le azioni, le obbligazioni convertibili ed i *corporate bond* (dei quali deve autorizzare l'emissione);
5. vigila su tutte quelle istituzioni nazionali coinvolte in forme di negoziazioni *futures* oltre oceano, nonché sulla condotta di imprese quotate e di particolari azionisti ai quali la legge o i regolamenti hanno imposto specifici doveri;
6. vigila sulla corretta divulgazione delle informazioni ed è ritenuto responsabile per la raccolta dei dati. Questi illustrano l'andamento del mercato e vengono resi noti ogni anno attraverso un *Annual Report* disponibile sul sito *web* istituzionale;

una funzione ispettiva e, nel caso fosse necessario, anche sanzionatoria. Il tutto doveva avvenire agendo con professionalità, correttezza ed evitando conflitti di interessi, motivo principale che aveva spinto alla creazione di tre organi fra di loro slegati [CSRC (2008)].

7. autorizzano taluni soggetti ad operare in qualità di intermediari durante le operazioni di mercato. Si fa riferimento ad imprese di contabilità o addette alla valutazione del *business* oggetto di analisi, così come a controparti legali coinvolte in queste transazioni: tutto deve passare per la preventiva autorizzazione del CSRC;
8. esso è tenuto ad intrattenere ottimi legami internazionali di cooperazione con gli organi regolatori stranieri così come con importanti agglomerati industriali, di spicco nel paese estero;
9. deve supervisionare, anche indirettamente, eventuali operazioni di offerta e quotazione effettuate da alcune aziende domestiche oltre confine. Allo stesso modo deve assicurare la regolarità e correttezza delle operazioni che istituzioni domestiche effettuano oltre oceano o, il caso contrario, che enti stranieri effettuano in patria;
10. infine rimane sempre la possibilità che lo *State Council*, essendo egli stesso il creatore del CSRC, chieda a quest'ultimo di svolgere particolari funzioni, commissionategli *ad hoc*. Ovviamente un eventuale rifiuto si palesa quale inaccettabile.

2.5. IL CONTESTO REGOLAMENTARE

2.5.1. *Il Quota System ed il passaggio al Recommending&Approving System*

Una dimostrazione eclatante dei notevoli poteri esercitati dal Governo cinese nel processo di quotazione è il *Quota System*: un sistema di allocazione delle azioni adottato per un determinato periodo temporale (fu infatti abolito nel 2001) solo ed esclusivamente nella nazione asiatica.

Più nello specifico era previsto che il CSRC, di comune accordo con lo *State Planning Committee* e la PBC, decretasse, all'inizio di ogni anno, una Quota, ossia il quantitativo totale di azioni che potevano essere emesse, andando pertanto ad incidere pesantemente sul versante dell'offerta: nel 1995 si assistette ad esempio ad una emissione di 5 miliardi di azioni, ammontare per l'appunto decretato sulla base di una volontà governativa [Chen Z. *et al.* (2007)]. Queste successivamente venivano distribuite con un accurato

processo di razionamento e di selezione tra ciascuno dei 29 dicasteri predisposti alla sorveglianza dei diversi settori industriali, e tra le 32 province, nonché tra i comuni e le regioni autonome.

La modalità di assegnazione delle stesse avveniva seguendo criteri basati sulle effettive necessità di ciascuna regione in termini di maggior produttività e di sviluppo industriale [Yau&Steele (2000)]. In particolare la decisione ricadeva normalmente su quei settori industriali considerati strategici dal Governo, mentre i rimanenti venivano sostanzialmente estromessi dalla corsa alla quotazione [Cheung *et al.* (2009)]²⁴².

Va considerato che, anche alla luce delle scarse alternative in termini di investimento a disposizione del pubblico, limitate perlopiù a depositi bancari o a titoli obbligazionari ben poco remunerativi, moltissime furono le richieste da parte degli investitori, soprattutto *retail*, per accedere al mercato dei capitali: la Cina finanziaria, sin dalle sue origini, assistette pertanto ad innumerevoli casi di *Oversubscription*.

La mancanza di alternative valide all'investimento borsistico portò la domanda a gonfiarsi notevolmente, nonostante sul versante dell'offerta continuava a persistere, proprio per il meccanismo del *Quota System*, una stretta notevole²⁴³.

In questo senso si potrebbe ritenere che l'eccessivo sbilanciamento tra *supply&demand* abbia portato il mercato cinese a presentarsi quale estremamente speculativo nel breve termine. Di conseguenza tale caratteristica potrebbe aver causato un innalzamento dei prezzi delle azioni una volta che le stesse iniziarono ad essere ufficialmente negoziate nei listini borsistici nazionali: proprio la natura fortemente speculativa dei mercati finanziari cinesi potrebbe parzialmente spiegare gli elevati dati di *Underpricing* storicamente registrati.

²⁴² Innegabile è che tale tipologia di selezione differisse notevolmente da quella comunemente adottata in economie di mercato decisamente più mature e limpide: in questi ultimi contesti infatti la decisione circa il soggetto idoneo alla quotazione era automaticamente decretata dalle borse stesse, quindi secondo una modalità più trasparente e meno distorsiva [Chan *et al.* (2004)].

²⁴³ In questo senso si inserisce la constatazione di Li, S.Q. (2004): egli infatti sosteneva che l'eccessivo intervento del Governo in Cina, attraverso l'adozione del *Quota System*, comportasse uno squilibrio eccessivo tra domanda ed offerta. Sostanzialmente tale sistema di razionamento dell'offerta era nocivo per il corretto funzionamento del mercato finanziario e comportava conseguentemente una deviazione dell'IPO *price* dal reale valore. Più nello specifico egli sostenne che: "[...] *too much government interference in the Chinese IPO pricing process leads to the imbalance between the supply and demand at the China's stock market, and it leads to the deviation of the IPO prices from the fair market price...and bad performance companies have wrongly got the market support.*"

Inoltre le stesse imprese erano desiderose di ottenere l'accesso alla quotazione, considerato che, come già detto, esso costituiva una delle vie più valide per l'ottenimento di ulteriori fondi, quasi a configurarsi come "l'ultima spiaggia": in questo senso presero avvio moltissime attività cosiddette di *rent-seeking*²⁴⁴ proprio al fine di raggiungere lo scopo di accedere al mercato dei capitali [Chen Z. *et al.* (2007)]. Pur tuttavia al momento di selezionare l'azienda questa veniva prescelta solo tra quelle di maggior spicco in termini di presenza preponderante nel contesto economico sotto analisi: in questa maniera una sua maggior crescita – attraverso l'accesso al mercato dei capitali – avrebbe apportato benefici allo sviluppo dell'area sotto analisi e, conseguentemente, all'intera economia nazionale.

Pertanto, alla luce di quanto detto le autorità esercitarono storicamente un ruolo determinante in una duplice maniera: *in primis* decretando l'ammontare massimo di azioni attraverso il *Quota System*, in secondo luogo decidendo quali imprese fossero legittimate alla quotazione²⁴⁵.

Ovviamente questo secondo aspetto implicava una feroce competizione tra quelle aziende che, intenzionate a rivolgersi al largo pubblico di investitori per raccogliere fondi, erano tenute a superare un durissimo e spesso non propriamente limpido processo di selezione [Chen Z. *et al.* (2007), Francis *et al.* (2009), Su&Fleisher (1999), Teshima&Suzuki (2008)]. Infatti, anche alla luce di quanto descritto precedente nel presente capitolo - in merito alla motivazione principale che ha condotto alla nascita delle piazze finanziarie in Cina²⁴⁶ - non deve stupire rilevare che durante tale processo di selezione degli emittenti ad essere favorite furono perlopiù le imprese statali, a discapito del settore *Non State*²⁴⁷.

²⁴⁴ Per un approfondimento si veda Krueger (1974).

²⁴⁵ Si veda Su&Fleisher (1998).

²⁴⁶ A tal proposito si riveda il discorso di Liu Hong Ru, già riportato precedentemente in nota. Si sta facendo riferimento alle SOE e alla possibilità concessa alle stesse, attraverso la creazione delle piazze finanziarie, di attingere ad una fonte alternativa di capitale, diversa dall'aiuto dello Stato e, soprattutto, del sistema bancario, fortemente provato dai finanziamenti fino ad allora concessi.

²⁴⁷ Alla luce di queste considerazioni non stupisce pertanto il seguente dato riportato da Zhang (2004): "*The chance for non state firms becoming listed is extremely slim. Indeed, the first public company with a private background did not appear until 1998, on the Shanghai Stock Exchange.*" In questo senso si inserisce anche l'articolo del 28 Marzo 2005 del *Financial Times* nel quale si sottolineava come, delle circa 1300 imprese quotate nei mercati borsistici cinesi (dato aggiornato al 2004), solo all'incirca il 10% erano imprese *Non State*. Più precisamente alcune di queste nella realtà erano comunque un'emanazione dello Stato, essendo controllate da una o più agenzie governative [Dyer&Guerrera (2005b); Zhang (2004)].

Il *Quota System* fu poi abolito nel 2001, a due anni di distanza dalla promulgazione della *Security Law*, ed al suo posto subentrò il cosiddetto *Recommending&Approving System*, tutt'ora in uso.

Come si evince dal nome stesso si tratta di un sistema meno vincolante, in cui il ruolo delle autorità governative appare – come dovrebbe essere – molto più mitigato [Chen Z. *et al.* (2007)]²⁴⁸.

In particolare esso si fonda sulla figura chiave dello *sponsor* che deve fungere da supporto per l'emittente durante la fase preparatoria alla quotazione: quest'ultimo, la cui scelta da parte dell'azienda quotanda è di importanza strategica visto il ruolo chiave rivestito²⁴⁹, deve sostenere e raccomandare la candidatura della “propria” impresa, al fine di ottenere il nulla osta per la successiva quotazione.

Il CSRC, chiamato per l'appunto ad esprimersi in merito all'approvazione o al diniego, adotterà un criterio diverso rispetto al passato per decidere in merito alla quotazione: questa infatti non sarà più decretata basandosi sul concetto amministrativo di quota, bensì verranno finalmente considerate le reali condizioni in cui versa il mercato.

Normalmente ci si rifà a requisiti che considerino elementi quali la volatilità dello stesso, l'eccessivo squilibrio tra domanda ed offerta o semplicemente la natura troppo speculativa che lo caratterizza. Quali siano effettivamente queste condizioni non è dato saperlo, poiché normalmente la decisione di approvazione viene presa dal CSRC senza fornire un relativo giustificativo: certo è che questo passaggio dal *Quota System* all'attuale sistema adottato rappresenta un'ulteriore passo verso un'economia sempre più *market driven*, come si auspicava Xiaoping, anche se permane una, seppur mitigata, barriera all'entrata.

Ciò detto, ammesso che tale permesso venga rilasciato dal CSRC, ha inizio una vera e propria fase di riorganizzazione aziendale al fine di predisporre l'impresa ad intraprendere il delicato processo di prima quotazione.

²⁴⁸ Tuttavia secondo alcuni si tratta sostanzialmente di un *Quota System* sotto mentite spoglie.

²⁴⁹ A tal proposito nelle maggioranza dei casi si è assistito ad una selezione molto oculata che poteva addirittura coinvolgere Ministeri centrali od organi governativi periferici a livello provinciale o municipale [Chen Z. *et al.* (2007)].

Per quel che concerne le SOE è previsto che, al momento di scelta delle figure più rappresentative della società, quali lo *Chief Executive Officer* (CEO), il Consiglio di Amministrazione (CdA) e quello di Sorveglianza (CdS), esse si consultino con le autorità governative, nonché con gli ufficiali del Partito²⁵⁰.

Anche in questo aspetto emerge pertanto il ruolo predominante che il Governo cinese esercita nei confronti del contesto industriale, sempre fortemente sotto controllo anche nella selezione dei suoi rappresentanti.

Va però precisato che, con riferimento alle differenti cariche all'interno dell'azienda, alcuni autori [Chen Z. *et al.* (2007)] hanno rilevato un ruolo il più delle volte pressoché inesistente o comunque inconcludente del CdS che, parimenti alla mancanza di adeguati sistemi di monitoraggio interno, permette al CEO di avere carta bianca in alcune delle fasi più delicate del processo di *listing*, quali le decisioni di allocazioni e di prezzo²⁵¹ [Chen Z. *et al.* (2007)].

A seguire la fase di ristrutturazione, nonché successivamente al superamento di tutti i controlli contabili eseguiti dalla società di *auditing* a ciò preposta, la quotazione vera e propria può aver luogo anche dopo un considerevole intervallo temporale, appunto conosciuto in gergo tecnico con il già citato appellativo di *listing time lag*.

Durante questo lasso temporale l'azienda quotanda procede a raccogliere i fondi derivanti dalla vendita delle azioni di nuova emissione, ma i detentori di queste ultime possono anche trovarsi costretti ad aspettare anni prima di poter vendere gli strumenti finanziari nel mercato²⁵², rimanendo pertanto bloccati in una situazione di assoluta inattività, nonostante l'esborso di capitale²⁵³.

²⁵⁰ In tal senso per ulteriori approfondimenti si rimanda a Xu&Wang (1999).

²⁵¹ Si veda nello specifico il *paper* di Chen, Z., Choi, J.J., Jiang, C., 2007. *Private benefits in IPO: evidence from state-owned firms*. Working Paper, Temple University.

²⁵² Per ulteriori chiarimenti sull'argomento si veda il sotto-paragrafo seguente. Come già si accennava al capitolo I tanto maggiore è questa finestra temporale tanto più elevato sarà il premio liquidità richiesto dagli investitori: alcuni studi [Chan *et al.* (2004); Chen G. *et al.* (2004); Mok&Hui (1988)] hanno rilevato, attraverso dati empirici, che il *time lag* è positivamente correlato con l'IPO *Underpricing* cinese [Chen Z. *et al.* (2007)].

²⁵³ Da alcuni studi empirici in materia [Tian (2003)] emergerebbe che il Governo manipolava il *listing time lag* delle emittenti affinché le IPO aggiustassero l'andamento del *market cycle* e consentissero un controllo sulla volatilità di mercato (cosiddetto *Floatation game*): l'idea alla base era che tutte quelle IPO con un elevato *gap* temporale, e quindi anche ipoteticamente un elevato *Underpricing*, venissero usate quale strumento in fasi ribassiste di mercato, al fine di modificare l'andamento dello stesso. Per ulteriori approfondimenti si veda il III capitolo.

Questa, come si avrà modo di rimarcare successivamente, rientra tra le cosiddette *Chinese Characteristics* che potrebbero essere una delle cause per l'elevato *Undepreciating* ivi registrato.

2.5.2. Il Price Cap

A riconfermare la presenza, già fortemente invasiva, che il Governo cinese storicamente esercitava sull'economia nazionale si aggiunge, tra le altre peculiarità anche il concetto del *Price Cap*.

Sostanzialmente, anche se la procedura ufficiale permetteva all'emittente di decretare un proprio prezzo di emissione (*issuing price*), l'effettivo prezzo con cui l'azienda si sarebbe di fatto quotata doveva passare sotto la convalida del CSRC²⁵⁴.

Più nello specifico il prezzo con il quale l'emittente avrebbe fatto il suo ingresso nel mercato dei capitali veniva preventivamente calcolato attraverso la seguente formula matematica:

$$P_0 (\text{Offering Price}) = (\text{EPS} * \text{P/E ratio})$$

Esso veniva decretato alcuni mesi prima l'effettiva *listing date* e, nel lasso di tempo intercorrente tra le due date, il *listing time lag* appunto, non sussisteva alcun meccanismo di *feedback* che potesse consentire allo stesso valore numerico di essere influenzato dalle oscillazioni della domanda di mercato [Chan *et al.* (2004), Su&Fleisher (1999)].

Come si può constatare la formula si compone di due fattori moltiplicativi, il valore di ciascuno dei quali va ovviamente ad influenzare il risultato finale:

1. la profittabilità netta della compagnia emittente, calcolata con riguardo ai

²⁵⁴ Più tecnicamente il CSRC doveva approvare tanto il prezzo finale di quotazione quanto il valore del multiplo che costituisce uno dei fattori moltiplicativi nella formula di cui sotto [Chen Z. *et al.* (2007)]. Per chiarimenti si prosegua nella lettura.

- profitti storici generati dall'impresa durante il suo ultimo triennio (EPS);
2. il P/E *ratio*.

In particolare, si sarebbe dovuto procedere a calcolare il valore di quest'ultimo avendo riguardo ai *ratios* di aziende quotate, simili per collocazione territoriale e per settore di appartenenza.

Sostanzialmente l'approccio *standard* avrebbe voluto che, come punto di riferimento, si prendessero le *Peer Companies*: una volta raccolti i *ratios* rappresentativi di ciascuna azienda la media di questi avrebbe costituito il *benchmark* da seguire [Cheung *et al.* (2009)]. Tale tecnica, comunemente utilizzata nell'IPO *market*, permette infatti di considerare le reali caratteristiche del settore industriale di appartenenza, nonché le effettive condizioni di mercato²⁵⁵: in tal modo nessuna informazione rilevante per la determinazione del valore sarebbe stata in alcun modo tralasciata.

Tuttavia non fu questo l'approccio implementato nel contesto cinese, dove infatti il CSRC storicamente impose – indipendentemente da considerazioni circa il settore o l'andamento del mercato – che il P/E *ratio* non superasse un prefissato tetto massimo: il valore di tale limite superiore è mutato nel corso del tempo, ma dai dati raccolti si evince che esso fosse solitamente ben al di sotto di quello diffuso nel mercato secondario per quel determinato settore²⁵⁶. Questo per evitare che *underwriters*²⁵⁷

²⁵⁵ Si veda Cheung *et al.* (2008).

²⁵⁶ A conferma di tale affermazione studi empirici quali quelli condotti da Chan *et al.* (2004) e da Cheung *et al.* (2009) registrarono un P/E *ratio* che, prima del 1999, assumeva valori in un *range* tra 13 e 15, nel biennio 2001-2002 oltre 30. Questa imposizione venne letta dagli studiosi quale mossa strategica da parte del CSRC che, al fine di incoraggiare la crescita del mercato primario, obbligava le imprese a sottoprezzare le proprie azioni imponendo questi tetti di valore estremamente esiguo, così da rendere più appetibile l'investimento. Inoltre, durante tutto il periodo di analisi si registrò un valore medio di IPO *ratio* di 19,7, ben al di sotto dello stesso a livello settoriale. Va inoltre sottolineato che, come riscontrato anche da Tian (2003) nel suo *paper*, la già citata intromissione del Governo nella quotazione passava anche attraverso il meccanismo di fissazione dell'*offering price*: l'autore infatti rilevò come una decisione governativa presa in merito ad un abbassamento del P/E *ratio*, perché considerato eccessivamente elevato, causò nel 1996 un generico collasso dell'indice di borsa che in due settimane perse il 32%.

²⁵⁷ A differenza del regime esistente prima della nascita delle Borse Valori, quando cioè le negoziazioni avvenivano in sedi officiose e senza l'utilizzo di intermediari, a partire dalla creazione del CSRC l'intero processo fu regolato a passi graduali. Fu per esempio indispensabile per un'azienda che intendeva quotarsi dotarsi di un *underwriter*. Questo, una volta ottenuta l'approvazione da parte del CSRC sul prezzo di emissione, allocava le azioni tra gli investitori senza però avvalersi di un sistema di *bookbuilding* o simile. Per questo si dovrà aspettare alcuni anni dopo l'entrata in vigore della *Security*

troppo ottimisti potessero utilizzare *ratios* eccessivamente elevati, immettendo pertanto nel mercato titoli a prezzi irragionevolmente alti, tali da vanificare lo scopo primario per cui si era proceduto all'apertura del mercato dei capitali: attirare il maggior numero di investitori possibile.

Va precisato che il concetto di limite superiore per il P/E *ratio* non è mai stato ufficializzato dal CSRC, che infatti non l'ha mai riportato come requisito in nessun documento formale; tuttavia la sua esistenza è fortemente sostenuta da accademici e professionisti del settore, i quali hanno tentato di mapparne il valore nel corso degli anni [Yu&Tse (2003)].

Infatti, nonostante non sia dato sapere le tecniche e le modalità un tempo impiegate dal CSRC per decretare il limite superiore di tale fattore, considerando che la stessa autorità ne negava addirittura l'esistenza, gli studiosi nel corso degli anni sono stati in grado di ipotizzare un suo valore a partire da una serie di osservazioni.

La procedura infatti prevedeva che gli *underwriters* coinvolti in questo processo di quotazione cercassero ovviamente di spuntare il prezzo di offerta maggiore, a beneficio del loro cliente: questa proposta, superato lo *step* di controllo da parte del CSRC, poteva tuttavia essere rigettata dal Governo qualora lo stesso avesse individuato nell'*issuing price* un valore di emissione superiore al *Price cap* implicitamente imposto.

Tale dinamica di rifiuto era destinata a ripetersi fintantochè il CSRC non fosse dell'opinione che il prezzo finale proposto avesse un valore da lui, e quindi indirettamente anche dal Governo, ritenuto più ragionevole e più consono.

Ovviamente dall'osservazione di una serie ripetuta di dinieghi gli studiosi furono in grado di evincere, per via indiretta, quale fosse il limite massimo: a titolo esemplificativo a partire da tali osservazioni fu decretato che negli anni antecedenti al 1999 questo valore si aggirasse attorno a 15, mentre dal 2002 intorno al 20. Nel biennio di passaggio (2000-2001) si implementò invece un metodo di *pricing* che aboliva completamente il vincolo del tetto massimo²⁵⁸: in questo contesto il P/E *ratio*, libero da ogni restrizione, si collocò attorno ad un valore di 50.

Law nel 1999 [Chen Z. *et al.* (2007)]. Per chiarimenti si veda i sotto-paragrafi successivi dedicati ai metodi di *pricing* ed *allocation*.

²⁵⁸ Si tratta del cosiddetto "*Loosened P/E ratio method*". Per ulteriori approfondimenti si veda il sotto-paragrafo successivo, nel quale verranno trattati i casi di *Overheated IPO*, dovuti appunto alla mancanza di limitazioni nel valore del *ratio*.

Alla luce di quanto riportato emerge nuovamente quanto il Governo cinese sia stato fortemente presente durante il processo di quotazione: esso esercitava un potere talmente rilevante da poter porre veto sull'*offering price* decretando pertanto, anche se indirettamente, la grandezza dell'*Underpricing*.

Purtroppo una delle note dolenti di tale *Price Cap* risiedeva proprio nel fatto che, oltre a costituire un freno per la corretta determinazione di un *fair price*, lo stesso veniva imposto di ugual valore per tutte le aziende quotande, senza considerare che le stesse potevano differire anche notevolmente, e di fatto ciò avveniva, le una dalle altre: da questa errata omologazione nel valore ne derivò una rilevante imprecisione in termini di prezzo di quotazione, la quale venne tuttavia superata negli anni attraverso l'implementazione di schemi di *pricing* alternativi al suddetto, che venne così soppiantato in un'ottica di perenne miglioramento [Cheung *et al.* (2009)].

2.5.3. I metodi di *Pricing*

Come testè accennato in chiusura del precedente sotto-paragrafo, nel ventennio intercorso dalla nascita ufficiale delle piazze finanziarie cinesi i metodi di *pricing* utilizzati per individuare l'IPO *offering price* hanno subito notevoli cambiamenti: la direzione intrapresa in tal senso è stata – come da prassi – quella di creare meccanismi volti ad eliminare con gradualità l'ingerenza dello Stato e finalizzati a creare mercati sempre più efficienti e funzionanti.

Molti autori [Cheung *et al.* (2009), Chiou *et al.* (2010), Su&Fleisher (1999), Teshima&Suzuki (2008), Tian&Megginson (2011)] nel corso degli anni si sono interrogati proprio sulle ripercussioni che tali cambiamenti regolamentari potevano avere avuto sul fenomeno dell'IPO *Underpricing*: in particolare essi si interrogarono se una minore intromissione da parte del Governo nei meccanismi di *pricing* e di *allocation* delle azioni potesse andare a beneficio degli emittenti, riducendo la portata dell'*Underpricing* e migliorando la stabilità del prezzo azionario²⁵⁹.

²⁵⁹ In particolare Chiou *et al.* (2010) si chiesero se, tra le altre cose, una migrazione del mercato IPO cinese verso un modello maggiormente *market-oriented* fosse andato a beneficio delle imprese quotande in termini di minor *Underpricing* e minor volatilità del prezzo. Si veda il III capitolo per approfondimenti.

Ad ogni modo, come si evidenziava precedentemente in questo stesso capitolo, prima della nascita ufficiale delle piazze finanziarie di Shanghai e Shenzhen circa un centinaio di società emisero titoli azionari. Il prezzo di vendita di questi fu decretato, in assenza dei meccanismi ufficiali di *pricing* - che vennero infatti formulati solo successivamente - utilizzando il loro valore nominale al momento di emissione.

A partire dal 1995 si iniziarono invece a registrare i primi cambiamenti davvero rilevanti nelle modalità di calcolo del prezzo di quotazione.

Procedendo con ordine si possono individuare, dal 1995 alla data corrente, quattro differenti meccanismi di *pricing* [Chiou *et al.* (2010)], la cui conoscenza si palesa fondamentale al fine di comprendere le dinamiche sottostanti all'*Underpricing*:

1. Il primo metodo, comunemente indicato in letteratura con l'appellativo di "*online fixed-price offering*" (1995-1998), si fondava sull'assunto che il prezzo veniva fissato dall'emittente, ma necessitava assolutamente dell'approvazione da parte del CSRC. Introdotto già nel 1994, ma divenuto effettivo solo un anno più tardi, prevedeva che l'investitore potesse fare delle offerte sulla base di un prezzo pre-determinato. Quest'ultimo veniva calcolato matematicamente andando a moltiplicare l'EPS netto dell'azienda quotanda per un *P/E ratio* preventivamente dato, il cui valore, determinato dal CSRC, si attestava normalmente in un *range* tra 13 e 15 [Cheung *et al.* (2009), Tian&Megginson (2011)]; si trattava sostanzialmente del sistema del *Price Cap* di cui sopra.

Come precedentemente accennato, tale valore nel rapporto veniva volutamente mantenuto a livelli bassi: in questa maniera si stava implicitamente imponendo alle aziende quotande ridotti *offering prices*, garantendo nel contempo agli investitori considerevoli *returns*. Questo permetteva parimenti di assicurarsi il successo dell'operazione di IPO, perseguendo nello scopo primario di creazione dei mercati finanziari [Chiou *et al.* (2010)]. Era infatti essenziale non fallire in questa senso, almeno nella fase iniziale, considerando che non solo ne avrebbe pesantemente rimesso la credibilità del Governo, ma che sarebbe parimenti sfumata la ragione principale che al tempo aveva spinto lo Stato alla creazione delle Borse Valori: sanare le precarie condizioni finanziarie delle SOE [Cooper

- (2003)]. In caso di *Undersubscription*, eventualità molto rara ma pur sempre possibile, era onere dell'*Underwriter* l'acquisizione di tutte le azioni invendute;
2. Il secondo (1999-2001) coincide temporalmente con l'entrata in vigore, nel luglio 1999, della *Securities Law*²⁶⁰, attraverso la quale il mercato cinese ebbe modo di avvicinarsi sempre più ad un modello *market-driven* e durante il quale il ruolo del CSRC, come precedentemente detto, divenne gradualmente meno invadente²⁶¹. In tale contesto l'emittente, in concomitanza con l'*underwriter* designato, aveva la facoltà di individuare preliminarmente un *offering price range*. Successivamente, in un'ottica di *bookbuilding approach* e con l'intervento di specifici investitori istituzionali pronti ad acquistare le azioni di nuova emissione, si individuava il prezzo finale d'offerta che normalmente era maggiore rispetto a quanto individuato preliminarmente dal *range*. Essendo completamente sparito ogni riferimento al P/E *ratio* tale secondo metodo venne indicato con l'appellativo "***loosened P/E ratio method***".

Questo approccio, vale a dire la possibilità di negoziare il prezzo di collocamento, venne inizialmente adottato solo da quegli emittenti che presentavano un *total equity capital* superiore ai 400 milioni (RMB) [Cheung *et al.* (2009)]: successivamente, nell'aprile del 2000, questo tetto venne eliminato concedendo alla totalità delle società di implementare lo stesso metodo.

Tuttavia questo sistema di *pricing*, teoricamente più progredito poiché considerava l'effettiva domanda di mercato, si rivelò fallimentare quando venne applicato al contesto cinese, troppo particolare. Ciò poiché ci si trovava di fronte ad una realtà ancora alle sue origini, i cui investitori erano spesso poco esperti ed per nulla informati circa l'effettivo valore dell'azienda quotanda: lasciando sostanzialmente nelle loro mani il processo di *pricing* si ebbe modo di assistere

²⁶⁰ Promulgata per volontà del Presidente della PRC. Si veda per ulteriori approfondimenti il capitolo II, al sotto-paragrafo 2.3.2. "Lo sviluppo del mercato azionario".

²⁶¹ Sostanzialmente al CSRC non rimaneva che controllare la conformità alle norme e alle leggi, nonché dare l'irrinunciabile approvazione finale all'IPO *price*. Infatti, come si evince dalla lettura di cui sopra, con l'entrata in vigore della *Security Law* il processo di allocazione e di *pricing* delle azioni fu progressivamente svincolato dalle volontà dello Stato concedendo ad emittente ed *underwriter* di decretare il prezzo di quotazione delle azioni con il metodo del *bookbuilding*. Per approfondimenti si veda il proseguo del paragrafo. Si vedano inoltre Chen Z. *et al.* (2007) e Cheung *et al.* (2009).

in quegli anni a notevoli “*Overheated IPO*”, ossia letteralmente quotazioni che scottano²⁶² [Cheung *et al.* (2009)];

3. il terzo meccanismo (2001-2004), considerando le falle del precedente, fece nuovamente riferimento al P/E *ratio* come fattore moltiplicativo della profittabilità dell’azienda, ma stavolta si concesse al multiplo di raggiungere al massimo un valore di 20 e al prezzo finale di offerta di raggiungere un valore 10 volte maggiore o minore dell’*offering price* di base²⁶³. Tale metodo, trattandosi di una versione rettificata del primo, fu etichettato con l’appellativo di “*controlled P/E ratio method*” e permise di evitare il ripetersi di *Overheated IPO* ponendo un *cap*, anche se meno restrittivo del precedente, al valore del rapporto. Tuttavia, entrato in vigore nel luglio del 2001, fu applicato indistintamente a tutte le aziende che erano in procinto di quotarsi, ignorando le peculiarità proprie di ciascun settore. Questa imposizione causò una distorsione nel sistema che andava sanata il prima possibile [Cheung *et al.* (2009)];
4. infine nel 2004 la *Company Law* e la *Security Law* furono entrambe emendate: questa data segnò l’inizio di una nuova era. Il periodo precedente, durante il quale l’*offering price* era sempre passato attraverso una fase di approvazione ufficiale, era giunto a conclusione. D’ora in poi infatti doveva essere compito dell’emittente richiedere direttamente ad investitori istituzionali qualificati²⁶⁴ l’individuazione di una forchetta di valori entro i quali il prezzo finale di quotazione dell’offerta *retail*²⁶⁵ si sarebbe dovuta posizionare. Il suo valore

²⁶² Giusto per citare un esempio a testimonianza di tale fenomeno la *Fujian Mindong Electric Power Ltd. Co.* fu quotata nel listino azionario di Shenzhen il 31 luglio 2000 con un P/E *ratio* record di 88,69.

²⁶³ Il ritorno al sistema del multiplo, anche se nella sua versione mitigata, si deve ricercare nel giugno del 2001 quando il Governo cinese, con l’intento di ridurre la sua presenza massiccia nelle SOE, promosse la cosiddetta *Policy of Reducing State-Owned Shares*. Questa manovra, in concomitanza con l’abolizione del *Quota System*, aumentò notevolmente l’offerta, creando però un notevole abbassamento del prezzo delle azioni, come presumibile. In particolare il prezzo di molte *IPO Shares* collassò una volta iniziate le negoziazioni nel mercato secondario e ciò indusse il Governo ad intervenire ponendo un blocco a questo *trend* e tornando al metodo del P/E *ratio* come determinante del prezzo di offerta.

²⁶⁴ Parlando di investitori istituzionali qualificati ci si riferisce espressamente a compagnie finanziarie, investitori istituzionali assicurativi, altri investitori istituzionali qualificati approvati dal CSRC. Si veda Chiou *et al.* (2010). In tale processo rivestono un ruolo anche gli investitori istituzionali qualificati stranieri, spesso indicati con la sigla di QFIIs (*Qualified Foreign Institutional Investors*) che, assieme alle controparti domestiche, dovrebbero possedere notevole esperienza in materia di IPO ed il cui contributo è pertanto essenziale per formulare un prezzo il più possibile vicino alle reali valutazioni [Teshima&Suzuki (2008)].

²⁶⁵ Si veda Cheung *et al.* (2009) nel quale si afferma che : “*In January 2005 the cumulative price inquiry from institutional investor method was introduced for pricing IPO. This method allows underwriters to seek bids from institutional investors and the final negotiated price is used for the retail offering.*”.

finale veniva successivamente determinato attraverso un “*inquiry system*”, sistema tuttora in uso, in vigore sin dal 2005 [Chiou *et al.*(2010)].

2.5.4. I metodi di *Allocation*

Come già evidenziato precedentemente, nel sotto-paragrafo 2.5.1., l’attività di allocazione dei differenti strumenti finanziari si può indubbiamente rivelare un mezzo estremamente utile per influenzare il processo di quotazione.

Esempio fortemente rappresentativo è stato proprio fornito dal *Quota System* che, come precedentemente descritto, ha permesso al Governo cinese di gestire e controllare le IPO dai primi anni 90 fino al 2001, anno della sua abolizione.

Va precisato che, dato il rilevante livello di *Underpricing* che ha caratterizzato soprattutto le prime IPO cinesi, nonché le scarsissime alternative di investimento a disposizione del pubblico nazionale, si assisteva perennemente a casi di notevole *Oversubscription*: sostanzialmente la domanda superava abbondantemente l’offerta palesando necessario un intervento per regolare l’allocazione degli strumenti finanziari. Sotto quest’ottica lo stesso meccanismo di *allocation* impiegato poteva configurarsi quale possibile causa esplicativa l’IPO *Underpricing*: molti studi in materia si focalizzarono proprio in questa direzione²⁶⁶, ragion per la quale se ne vuole dare qui ora una descrizione chiara e precisa.

Tralasciando i casi estremi, di allocazioni private, registratesi solo in periodi antecedenti alla nascita ufficiale delle Borse Valori, pertanto non di nostro interesse, le modalità allocative adottate in Cina hanno subito notevoli cambiamenti nel corso degli anni, spesso ricollegabili agli innumerevoli passaggi da un *pricing method* all’altro.

Come analizzato pedissequamente da Su&Fleisher (1999) nel loro *paper*, fin dall’origine delle Borse Valori, nel 1990, venne adottato il cosiddetto *lottery mechanism*²⁶⁷, un metodo di mera estrazione che tuttavia, subì importanti modifiche *in itinere*.

²⁶⁶ Per approfondimenti si veda il III capitolo.

²⁶⁷ Qui il riferimento è esplicitamente per le *A Shares*: non perviene infatti che il metodo allocativo del *lottery mechanism* sia mai stato applicato con riguardo alle *B Shares* [Su&Fleisher (1999)].

Nella sua prima configurazione, risalente in maniera ufficiale al 1992, anno in cui quando venne espressamente regolata, tale sistema si basava sulla distribuzione di un numero predeterminato di *lottery forms*: ciascun investitore ne poteva acquistare un ammontare fisso ed ogni *form* dava il diritto, in caso di vittoria della *lottery*, di acquistare un numero bloccato di azioni. Come si evince si trattava di un sistema estremamente rigido e tutt'altro che discrezionale: questo portò a registrare casi tanto dilaganti di corruzione da richiederne una modifica [Mok&Hui (1998)].

In questo senso nel 1993 il sistema subì un parziale cambiamento: prima di tutto si consentì l'elargizione di un numero, questa volta, illimitato di *lottery forms* considerando che alla Banca Centrale venne concesso di emetter tante *forms* quante l'investitore ne poteva effettivamente acquistare, senza le limitazioni precedentemente imposte.

In secondo luogo il Governo richiese agli investitori che avessero manifestato questa volontà di partecipare all'IPO, di acquistare dei *subscription warrants*²⁶⁸ o di depositare una certa somma di denaro presso uno specifico conto di risparmio, anche detto *subscription deposit*²⁶⁹, in modo da vincolarsi concretamente all'operazione con l'impiego reale di capitale. Per un primo periodo le procedure citate vennero implementate adottando un canale *offline*, da qui l'appellativo "***offline allocation mechanism***"; successivamente si passò alla modalità *online*, considerato che era stata nel frattempo implementata per il mercato secondario una piattaforma che si avvaleva di tale tecnologia.

Da lì, nel 1994, venne attivato un meccanismo differente, ad asta, in base al quale l'emittente impostava un prezzo iniziale e l'investitore interessato proponeva un'offerta

²⁶⁸ Con il termine di *subscription warrant* si fa riferimento ad un contratto a termine negoziato in Borsa ed attraverso il quale si concede al titolare dello stesso la possibilità di acquistare un determinato ammontare di strumenti finanziari, normalmente azioni o *bond*, ad un prezzo prefissato (*strike price*) entro un certo lasso temporale. Ovviamente lo stesso verrà esercitato solo qualora il prezzo di mercato dello strumento finanziario sarà superiore allo *strike price*: solo in questo caso il titolare potrà acquistare al prezzo d'esercizio e rivendere al maggior prezzo di mercato, ottenendo così un profitto da tale operazione.

²⁶⁹ Questa veniva completamente rimborsata ad una settimana dalla sottoscrizione qualora l'applicazione per partecipare alla quotazione non fosse giunta a buon fine. Su tale conto di deposito si maturavano interessi alquanto irrisori.

nella quale rendeva noto tanto il prezzo quanto la quantità di interesse: il *final price* veniva poi decretato in modo tale che domanda e offerta si eguagliassero.

Infine - come testé detto nel sotto-paragrafo relativo - nel 1995 venne implementato il sistema del prezzo fisso, il più popolare in Cina, in base al quale all'investitore non rimaneva che proporre un'offerta ove indicare solo ed esclusivamente la quantità che lo stesso era disposto ad acquistare, senza tuttavia esprimersi sul prezzo, essendo lo stesso intoccabile. In caso di *oversubscription*, eventualità di per sé molto probabile nel mercato cinese, l'*iter* prevedeva un'allocazione di tipo *pro-rata*.

Sostanzialmente tutte le IPO *Shares* emesse tra il 1995 ed il 1998 vennero assegnate con il *lottery mechanism*: considerato parallelamente che durante tale fase storica il calcolo dell'*offering price* avveniva basandosi sul multiplo P/E *ratio* (come suddetto), tale sistema di allocazione venne chiamato, a ragione, "***online with fixed offering price mechanism***".

Tuttavia a partire dal maggio 2002, nel pieno della riforma volta a ridurre l'intromissione del Governo nelle realtà industriali, e con l'obiettivo - al contrario - di coinvolgere maggiormente nelle IPO i piccoli investitori, le autorità cercarono di incentivare questo processo concedendo a ciascun investitore di sottoscrivere un numero di IPO *Shares* calcolato considerando il valore di mercato delle azioni già detenute dallo stesso nel secondario. Tale meccanismo, chiamato "***the secondary market proportional offering approach***", ebbe tuttavia vita breve poiché allocava le azioni non basandosi sull'effettiva domanda dell'investitore, bensì considerandone solo la presenza nel mercato secondario, il cui andamento era ancora ben distante rispetto all'IPO *market* [Chiou *et al.* (2010)].

Alla luce di quanto descritto diveniva indispensabile individuare una modalità di allocazione alternativa, che non risentisse delle suddette inesattezze e che fosse molto più *market-oriented* [Teshima&Suzuki (2008)].

In questa direzione si inserisce il metodo di *pricing* detto **Bookbuilding**²⁷⁰ che, divenuto popolare in Cina a partire dal 2001, permetteva di allocare le azioni su base discrezionale, considerando l'effettiva domanda dei potenziali investitori [Chiou *et al.* (2010)]. Come infatti già descritto lo stesso si compone di una procedura in due fasi [Teshima&Suzuki (2008)]:

1. la prima consisteva in una collaborazione tra emittente e *underwriter* al fine di individuare preliminarmente un *range* di prezzo interpellando alcuni specifici investitori istituzionali domestici e non (c.d. QFIIs);
2. successivamente era previsto che l'effettivo *issuing price* venisse determinato prendendo in considerazione la totalità delle offerte raccolte dai potenziali investitori.

Per tale motivo, considerato che la presenza di questi specifici investitori permetteva non solo di fornire un supporto in fase di determinazione *price range*, ma parimenti di dar vita ad un sistema che rispecchiasse le effettive richieste degli stessi, si assistette ad una riduzione nell'IPO *Underpricing*²⁷¹.

Ciò nonostante va sottolineato che la presenza di determinati investitori istituzionali, non solo durante la fase di offerta, ma anche in quella di fissazione preliminare dell'intervallo di prezzo²⁷², si palesa quale elemento imprescindibile per il corretto funzionamento di questo metodo.

Purtroppo il contesto cinese, a differenza di paesi più avanzati, si è storicamente distinto per la presenza di un numero ridotto di investitori istituzionali qualificati, per la precisione 190²⁷³, da cui risulta che la compagine azionaria fosse prevalentemente di natura *retail*: questa rilevazione spiega la maggiore popolarità dell' "*online fixed pricing*

²⁷⁰ Si veda anche il I capitolo, dove tale approccio è stato diffusamente trattato con riferimento alla pratica di *Enterprise Valuation*.

²⁷¹ Si veda Chiou *et al.* (2010), Liu (2003), Teshima&Suzuki (2008).

²⁷² Il *price range* preliminarmente individuato dall'emittente dopo la consultazione con gli *institutional investors* passa sotto il controllo del CSRC, che in tal contesto fornisce un mero servizio di consultazione.

²⁷³ Dato aggiornato a giugno 2009 [Chiou *et al.* (2010)]. Alla luce di questa considerazione non stupisce che il *bookbuilding approach* in Cina, nonostante si rifaccia all'esempio internazionale, sia in realtà piuttosto lacunoso e deficitario: non è cioè in grado di espletare correttamente la sua funzione informativa proprio per lo scarso numero di investitori *professional*.

method” che, in questa nazione, domina sul *iper*-inflazionato sistema del “*bookbuilding*”²⁷⁴.

Questa realtà è stata, come si accennava alle righe precedenti, motivo di indagine in tema di IPO *Underpricing* cinese, soprattutto dopo che un gruppo di specialisti della *World Bank* si è espresso a tal riguardo affermando che: “[...] *the allocation mechanism adopted for the new share issue affects the degree of underpricing. Non-discretionary allocation of shares, by mechanisms such as a lottery, exacerbate the tendency to underprice.*”. Da qui l’importanza di condurre degli studi che approfondissero, anche in maniera empirica, questa tematica, e dei quali si tratterà nel prossimo capitolo.

2.5.5. Listing Requirements e processo di quotazione

In Cina, così come su scala mondiale, per essere ammessi alla quotazione, l’azienda deve rispettare determinati requisiti. In generale, come dettagliatamente indicato nella *China’s Corporate Law*, l’impresa quotanda deve:

1. *in primis* ottenere l’approvazione per la quotazione da parte del CSRC;
2. avere una capitalizzazione complessiva non inferiore ai 50 milioni di RMB;
3. non aver compiuto, negli ultimi tre anni, gravi violazioni della legge o atti tali da poter mettere in pericolo la sicurezza sociale;
4. possedere dati contabili cristallini ed una documentazione costantemente in ordine²⁷⁵;
5. avere una storia operativa pregressa di almeno 3 anni ed aver registrato profitti

²⁷⁴ In questo senso, come si legge nel *paper* di Ma&Faff (2007) cui si rimanda per un ulteriore dettaglio: “*While it is true that China’s IPO markets have witnessed a growth in the bookbuilding approach over recent years, since the establishment of China’s stock market in the early 1990s, the fixed price method has been the dominant allocation mechanism.*” Gli autori quindi riconobbero che, nonostante il *bookbuilding approach* stesse diventando gradualmente più popolare, tuttavia il regime del prezzo fisso rimane ben radicato nella tradizione finanziaria cinese.

²⁷⁵ Ovviamente in questo senso ci si deve dotare di un *auditor* preposto al controllo dei conti. Nella maggioranza degli studi si è constatato che le imprese quotande cinesi non si avvalgono di *auditor* di caratura internazionali, bensì preferiscono ripiegare su *partner* domestici. Tale scelta sembra possa ricondursi *in primis* ad una volontà di minimizzazione dei costi, in secondo luogo ad una minore severità delle controparti nazionali nei controlli contabili.

- consecutivamente positivi durante l'ultimo triennio²⁷⁶;
6. avere un numero di azionisti non inferiore a 1000 ed un valore nominale delle azioni complessivamente detenute da quest'ultimi superiore a 1000 RMB;
 7. Può inoltre essere richiesto il possesso di requisiti *ad hoc* che vengono individuati di volta in volta dallo *State Council*, avendo considerazione della particolarità del caso sotto esame²⁷⁷.

Ciò detto va precisato che, seppur in possesso di tutti i suddetti requisiti, l'ammissione ai listini non è assolutamente automatica, poiché, anche ad oggi, passa sempre e comunque attraverso l'approvazione del CSRC. Infatti, come già spiegato precedentemente, nonostante il *Quota System* sia stato abolito da oltre un decennio, il sistema attualmente in vigore prevede comunque una certa selezione in entrata, sulla base del *Recommending&Approving System*: solo un numero limitato di imprese potranno annualmente aver accesso alla quotazione.

Inoltre, a tale vincolo numerico va aggiunto quello di tipo qualitativo: considerata infatti la causa scatenate la creazione dei mercati finanziari in Cina²⁷⁸ è indubbio, come già accennato, che in fase di selezione le SOE si siano imposte quali soggetti privilegiati. A rimetterci sono state pertanto le controparti *Non State*, per le quali competere nella corsa alla quotazione si è dimostrato pressoché impossibile²⁷⁹.

Tuttavia anche una volta ammesse alla quotazione è previsto che le imprese, coerentemente con quanto imposto su scala mondiale, rispettino in via continuativa le

²⁷⁶ Più nel dettaglio se l'azienda emittente rientra nella categoria delle SOE, o se la stessa sia stata costituita successivamente all'entrata in vigore della *Corporate Law* e si classifichi quale impresa statale di medie o grandi dimensioni allora il triennio può essere calcolato continuativamente anche a partire dagli anni precedenti al suo riconoscimento quale persona giuridica.

²⁷⁷ I requisiti di cui sopra sono generici: indipendentemente dalla Borsa Valori nella quale si decide di quotarsi le imprese intenzionate a quotarsi in Cina dovranno sempre rispettarli. Tuttavia va precisato che, più si entra nel dettaglio della quotazione in termini di piazza e di piattaforma prescelta, più stringenti e precisi saranno i *listing requirements*. A titolo esemplificativo la Borsa di Shenzhen per tutte quelle imprese interessate a quotarsi nella *Main Board* e nella *SME Board* rimanda ai requisiti elencati nel documento emanato nel 2006 dal CSRC: *Measures on the Administration of Initial Public Offerings and Listings of Shares*. Parimenti le aziende coinvolte in un'IPO sulla piattaforma *ChiNext* sono tenute al rispetto delle norme previste dal documento "*Interim Measures on the Administration of Initial Public Offerings and Listings of Shares*", di emanazione del CSRC nel 2009. Per ulteriori dettagli si rimanda al sito *web* istituzionale.

²⁷⁸ Questa è stata più volte citata nell'intero elaborato. Si veda nello specifico il paragrafo "I mercati finanziari e le tipologie di azioni negoziate"

²⁷⁹ Vedi Francis B.B., Hasan, I., Sun, X., 2009. Political connections and the process of going public: evidence from China. Bank of Finland, Research Discussion Paper, 7.

“regole di buona condotta”: si devono pertanto impegnare a pubblicare, con scadenza semestrale, il rendiconto d’esercizio, nonché sono contestualmente tenute a divulgare, attraverso un’appropriata azione di *Disclosure*, la totalità dei dati finanziari e delle *performance* relative alle loro operazioni rispettando un *timing* predefinito ed imposto da leggi e regolamenti. Questo ovviamente rispecchia quanto previsto nelle più evolute piazze finanziarie internazionali, nelle quali si richiede un elevato livello di trasparenza e di chiarezza al fine di tutelare il soggetto più debole delle negoziazioni, ossia l’investitore *retail*.

Al di là di questi aspetti puramente tecnici che gli ipotetici emittenti sono tenuti a considerare qualora decidano di quotarsi, vi è oltremodo un accurato processo di *listing* multifasico che i soggetti sono tenuti a seguire *step by step*. Il contesto cinese infatti, al pari della realtà oltre confine, seppur con i già citati particolarismi che ne richiedono una trattazione isolata, prevede che il processo di quotazione avvenga seguendo queste fasi obbligatorie:

1. *In primis* l’azienda quotanda è tenuta a pianificare un processo di ristrutturazione aziendale propedeutico agli *step* successivi: è in questa fase che viene proposta una bozza del piano di ristrutturazione congiuntamente ai nominati degli *advisers* che dovranno assistere l’azienda durante l’intero processo, e talvolta anche in fase di *post-quotazione*. In questa sede vanno nominati i legali, l’*underwriter*, i consulenti contabili, lo *sponsor*, la società tenuta a fare perizia sugli *asset* dell’azienda, solo per citarne alcuni. Inoltre deve essere predisposto una bozza di *report* che, almeno per somme righe, informi l’ipotetico investitore interessato circa il progetto d’offerta e la sua fattibilità finanziaria. Anche se è difficile darne una quantificazione in termini di tempo normalmente questa fase è la più complessa e richiede mediamente sei mesi per concludersi;
2. Il secondo *step* prevede una fase di *Due Diligence*²⁸⁰ e di *Advising*, normalmente

²⁸⁰ La fase di *Due Diligence* è una delle più delicate e complesse durante il processo di quotazione; essa inoltre può avere durata rilevante e richiedere un notevole dispiegamento di forze. Come già detto essa si concretizza in un’attenta verifica delle informazioni che andranno a comporre il prospetto informativo, biglietto da visita fondamentale per l’azienda che si affaccia al mercato dei capitali. In questo senso si vaglia la veridicità di ciascuna delle informazioni inserite nonché ci si accerta che non vi siano dati mancanti. Al tal proposito si veda anche: Borsa Italiana S.p.A., 2001. Guida alla Quotazione.

della durata di tre-quattro mesi: è qui che intervengono i soggetti precedentemente nominati al fine di scandagliare la veridicità dei *report* suddetti, di individuare e risolvere eventuali problematiche, nonché di preparare l'impresa alla sua entrata nel mercato dei capitali attraverso un miglioramento della struttura aziendale e delle competenze del *management*. In questa sede vengono definiti gli obiettivi della società e si cerca di allineare le sue caratteristiche ai *listing requirements*: vengono preparati tutti i documenti per accedere alla procedura di IPO, nonché l'azienda sarà oggetto di un'ispezione da parte dell'autorità regolamentare locale;

3. una volta che i dati finanziari dell'azienda, assieme a tutta la rendicontazione in originale e certificata, ai documenti legali e all'*auditing control report* sono stati redatti conformemente alle norme gli stessi vengono depositati per ottenere la successiva approvazione da parte della CSRC. In questa delicata fase importante è il ruolo dell'*underwriter* che attraverso la sua esperienza fornisce le linee guida e le giuste raccomandazioni per procedere con successo verso l'obiettivo finale: una quotazione profittevole. Ovviamente il CSRC accetterà il modulo di applicazione solo qualora lo stesso sia conforme ai requisiti imposti: l'attesa è normalmente tra i tre ed i quattro mesi;
4. una volta avvenuta l'accettazione questa viene ulteriormente esaminata dal CSRC congiuntamente con l'istituzione provinciale governativa che viene appositamente chiamata in causa a tale scopo. Si tratta di una fase di *Review*, al termine della quale ne risulta l'approvazione ufficiale: da questo momento in poi l'azienda ottiene a pieno titolo il diritto a quotarsi presso il listino e la piattaforma indicata;
5. ciò detto si avvia la successiva fase di *road show* in concomitanza con la procedura di *pricing* delle azioni. Prima che queste prendano effettivo avvio è necessario che la compagnia informi preventivamente il pubblico di investitori circa le sue intenzioni attraverso la pubblicazione di una bozza di prospetto sia in una testata giornalistica individuata dal CSRC che in un sito internet, normalmente diverso da quello *corporate*. Si tratta di ulteriore fase di *Disclosure*, questa volta successiva all'approvazione del CSRC: da questo

momento in poi l'*underwriter*²⁸¹, congiuntamente con l'emittente, potranno avviare la fase di *promotion* attraverso i *road shows*. Congiuntamente allo svolgimento di questa fase di *marketing* viene determinato l'*issuing price* con il metodo del *bookbuilding* (in alternativa possono essere implementati approcci diversi qualora quest'ultimo non sia atualizzabile). Ovviamente è sempre in questa fase che viene creato il sindacato d'investimento, di cui si è già ampiamente trattato al I capitolo, il quale sarà tenuto a tracciare un piano d'azione dettagliato;

6. infine, dopo il superamento di tutti gli *step* precedenti, si procede alla quotazione vera e propria. In questa sede la società, una volta avvenuta l'IPO, sarà tenuta ad effettuare le consuete procedure di registrazione e *custody* tipiche anche di tutti gli altri mercati finanziari.

L'azienda oramai quotata sarà inoltre obbligata, per i successivi 3 anni dalla sua entrata nel mercato, a subire un approfondito controllo dei conti da parte delle società di *auditing* a ciò preposte. Successivamente il controllo si farà meno pressante.

²⁸¹ Con riferimento al contesto cinese Tian (2003) rilevò come l'*underwriter* non solo fosse normalmente un operatore domestico e non internazionale, ma al contempo che lo stesso avesse forti legami con il Governo e con le istituzioni preposte al controllo e alla regolamentazione. Anche in questo aspetto si può nuovamente constatare la forte intromissione governativa. Più nello specifico moltissime delle banche di investimento che si apprestavano a fornire il servizio di *underwriting* sono in realtà organizzazioni create *ad hoc* da entità governative provinciali o locali, con l'unico scopo di sottoscrivere alcune IPO.

Capitolo III

Teorie esplicative l'IPO *Underpricing*

3.1. INTRODUZIONE

Questo capitolo, come già ampiamente sottolineato in più punti del presente elaborato, si pone come obiettivo quello di fornire *in primis* una panoramica dei diversi filoni di teorie esplicative storicamente formulate a spiegazione del fenomeno di IPO *Underpricing* nel contesto US. In secondo luogo ci si prefigge come obiettivo quello di comprendere se le stesse, dato il *focus* geografico estremamente stringente da cui tali teorie hanno avuto origine, possano trovare riscontro empirico anche nel contesto cinese: questo infatti, come si ha avuto modo di evidenziare ampiamente nel II capitolo, si presenta estremamente distante dalla realtà occidentale sotto molteplici aspetti, rendendosi pertanto fonte di notevole “curiosità” in fase di applicabilità empirica.

Per procedere in tal senso, anche al fine di fornire una panoramica chiara ed ordinata di questo aspetto, particolarmente articolato, le teorie verranno dapprima presentate nella loro formulazione classica, secondo i filoni di appartenenza enunciati in chiusura al I capitolo; successivamente si cercherà di evidenziare quanto delle stesse sia applicabile al contesto asiatico e quanto risulti invece assolutamente inappropriato ed empiricamente privo di fondamento.

Va infatti ricordato che, essendo la Cina una nazione estremamente particolare sotto più punti di vista, con caratteri talmente precipui da dover per l'appunto parlare di “*Chinese Characteristics*”, si sono fatte strada nel frattempo anche teorie alternative, applicabili nella pratica solo a tale contesto, ma comunque, pur nella loro “unicità”, estremamente significative poiché parzialmente esplicative il fenomeno.

3.2. IL FILONE DELLE ASIMMETRIE INFORMATIVE

Si tratta della componente esplicativa maggiormente stabile e radicata nella storia dell'IPO *Underpricing*, nonché punto di partenza per molte delle teorie successivamente formulate.

L'assunto basilare è estremamente intuitivo: alla luce di quanto detto nel I capitolo in merito alla descrizione dei soggetti coinvolti nel *Going Public Process*, sostanzialmente riassumibili nella figura dell'emittente, dell'*underwriter* - spesso nella veste di banca di investimento - e della platea di investitori, quello che qui viene teorizzato è che una delle controparti abbia maggiori informazioni rispetto alle due rimanenti: ipotesi di per sé estremamente ragionevole.

Proprio a seconda di chi sia il soggetto maggiormente informato, elemento attorno al quale gira l'intero impianto teorico, questo filone si caratterizza per una ulteriore classificazione interna. Nella specifico ci si può imbattere nella cosiddetta "*Winner's Curse*" anche conosciuta come "Maledizione del Vincitore" [Rock (1986)], nelle "*Information Revelation Theories*" [Benveniste&Spindt (1989), Benveniste&Wilhelm (1990), Spatt&Srivastava (1991)], nella teoria "Principale-Agente" [Baron (1982), Baron&Holmström (1980)] ed infine nella celeberrima "Teoria della Segnalazione" [Allen&Faulhaber (1989), Grinblatt&Hwang (1989), Ibbotson (1975), Welch (1989)].

Va in tal senso sottolineato che, pur potendosi considerare quale ulteriore declinazione della teoria dell'Asimmetria informativa le teorie legate all'Incertezza *ex ante* [Beatty&Ritter (1986)] in realtà le stesse non si basano sull'esistenza di soggetti maggiormente informati rispetto ad altri, ma solo sull'assunto che esiste notevole incertezza, in fase di pre quotazione, circa il *fair value* del soggetto emittente: per questo motivo in tal sede ne verrà data una trattazione parzialmente distaccata dalle teorie suddette, pur sempre all'interno del medesimo paragrafo.

3.2.1. La Maledizione del Vincitore²⁸²

²⁸² Per ulteriori approfondimenti circa le modalità che hanno permesso all'autore di formulare questa teoria si rimanda al *paper* originale: Rock, K., 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212. Va tuttavia specificato che lo stesso si basa su un principio di allocazione del tipo *pro-rata* e su di un metodo di *pricing* del tipo *fixed price*. Questa precisazioni anche al fine di comprendere meglio il sotto gruppo di teorie esplicative che va sotto il nome di "*Information*

Rock (1986), partendo dal famoso concetto del “*The Market for Lemons*” di Akerlof (1970) sostenne che la disparità informativa di cui sopra esistesse all’interno della stessa platea di investitori, escludendo pertanto in questo scenario tanto le considerazioni sulla figura dell’emittente che sull’*underwriter*. A suo parere infatti alcuni partecipanti risultavano essere più informati circa il reale valore delle azioni ammesse a quotazione rispetto ad altri investitori; questo tramite una profonda nonché costosa attività di *information gathering*.

In tal senso si palesava una situazione a doppio binario: se da un lato, nelle *underpriced* IPO, la domanda proveniva sia dall’una che dall’altra schiera di partecipanti, ed era pertanto necessario procedere operando un razionamento delle azioni offerte, nell’altro senso, in situazioni di *overpriced* IPO, ovviamente gli investitori maggiormente informati non si sarebbero presentati aprioristicamente, lasciando invece la totalità dell’allocazione azionaria a “beneficio” della controparte meno informata.

Si palesava pertanto una “Maledizione del Vincitore” poiché, nonostante a prima vista potesse sembrare una vittoria dei meno informati sugli informati, la realtà era ben diversa. I primi infatti avrebbero ricevuto la totalità delle azioni richieste solo laddove si fosse andato a manifestare un caso di *Overpricing*, del quale erano ovviamente del tutto ignari data l’asimmetria informativa: se ne fossero stati a conoscenza, se ne sarebbero infatti tenuti prontamente “alla larga”.

Contrariamente, gli stessi avrebbero ottenevano meno dell’atteso, se non – nei casi estremi – addirittura nulla, qualora avessero partecipato ad IPO vantaggiose, nelle quali infatti la presenza e concorrenza dei più informati avrebbe reso necessario un’operazione di razionamento delle azioni.

Alla luce di quanto detto si andava pertanto a palesare una situazione di notevole svantaggio per i meno informati. Questi infatti avrebbero ottenuto un rendimento, dato dalla detenzione congiunta sia di azioni sotto che sopra-prezzate, ben al di sotto di quello registrato dalla controparte *informed*: addirittura in alcuni casi limite lo stesso si sarebbe potuto attestare a valori negativi. In particolare quest’ultima evenienza si

Revelation Theories”, il quale deve la sua origine per l’appunto alla constatazione che esistono differenti metodologie rispetto a quelle sopra citate.

sarebbe potuta manifestare qualora i meno informati non fossero stati in grado di ottenere l'allocazione di *underpriced Shares* o l'ammontare delle stesse non avesse raggiunto un livello tale da controbilanciare il rendimento negativo delle *overpriced ones*.

Ovviamente gli investitori meno informati, una volta sofferta questa perdita, non sarebbero più stati disposti a prendere parte ad ulteriori IPO: eliminare il problema alla radice attraverso la non partecipazione si palesava infatti quale unico modo per evitare aprioristicamente la possibilità di registrare rendimenti negativi a seguito dell'investimento del proprio capitale in IPO sbagliate. Rock (1986) tuttavia era dell'opinione che la presenza di investitori meno informati fosse numericamente fondamentale affinché il mercato delle IPO potesse continuare ad esistere: di per sé infatti la sola controparte *informed* non sarebbe stata in grado, secondo gli studi condotti, di soddisfare l'intera richiesta, poiché la stessa si era dimostrata quantitativamente insufficiente.

Fu proprio a partire da questa constatazione che si inserì il concetto di *Underpricing*. Esso venne descritto nel modello di Rock (1986) quale strumento necessario per attirare contestualmente anche gli investitori meno informati e conservare in tal modo la liquidità del mercato finanziario: si voleva quindi garantire, attraverso questo strumento, un rendimento atteso dall'operazione non negativo, essendo questa l'unica modalità per accaparrarsi la partecipazione al mercato da parte dei meno informati.

Nella pratica si trattava di verificare che tutte le IPO fossero - per lo meno nelle aspettative - sotto prezzate, per l'appunto attraverso l'*Underpricing*: in questa maniera si sarebbe assicurato ai non informati il *payoff* positivo richiesto quale requisito per la loro partecipazione. Ovviamente permaneva la situazione in base alla quale la controparte *informed* avrebbe comunque ottenuto allocazioni in IPO maggiormente sottoprezzate, visto il vantaggio informativo, ma perlomeno la parte meno informata si prefigurava di non dover più sopportare - mediamente - perdite attese, anche nell'eventualità di razionamento.

Quello che pertanto emerge da questa teoria è che l'IPO *Underpricing* veniva presentato quale premio garantito agli investitori, nonché male necessario a cui si sottomettono volontariamente le imprese quotande al fine di garantirsi l'esistenza dell'IPO *market*: questo infatti, in assenza dell'apporto di capitale da parte dei meno informati, sarebbe stato inesorabilmente destinato alla sparizione totale, eventualità di per sé inaccettabile²⁸³.

3.2.2. Information Revelations Theories²⁸⁴

All'interno di questa teoria, parimenti con quanto visto in Rock (1986), permane la predominanza informativa del gruppo di investitori: tuttavia la stessa, contrariamente a quanto sostenuto nella "*Winner's Curse*", oltre a presentarsi in minima parte internamente alla compagine, si palesa soprattutto nei confronti dell'*underwriter*.

Si parte infatti dal presupposto che quest'ultimo, pur avendo l'importante compito di condurre un'IPO di successo, si ritrovi in una situazione di disparità, poiché conosce relativamente poco circa l'opinione, ovviamente in termini valutativi, che gli investitori hanno dell'impresa quotanda: questa informazione, come risaputo, è la chiave di volta in fase di *price setting*, poiché permetterebbe, se conosciuta, di formulare un prezzo di collocamento il più possibile vicino al *fair value*, consentendo al contempo di perderci il minor importo di capitale possibile.

Tale teoria si basa su un importante assunto: se infatti la "Maledizione del Vincitore" di Rock (1986) partiva dal presupposto che il prezzo venisse individuato tramite il

²⁸³ Habib&Ljungqvist (2001), riprendendo il testé citato modello di Rock (1986), studiarono il perché alcune IPO fossero maggiormente sottovalutate rispetto ad altre. Secondo quanto emerse dai loro studi alcuni proprietari avevano meno ragioni di preoccuparsi del livello di *Underpricing* sopportato, e conseguentemente, impiegavano un minor ammontare di risorse per minimizzarlo. Le motivazioni sottostanti tale constatazioni erano sostanzialmente di due tipi: da un lato era ovvio che i proprietari si sarebbero mobilitati per bloccare questo fenomeno solo qualora le perdite sarebbero state ingenti, e questo ovviamente dipendeva anche dall'ammontare di *equity* coinvolto nell'IPO, come accennato nel I capitolo. In secondo luogo gli stessi erano in grado di influenzare il livello di *Underpricing* attraverso i costi sostenuti per promuovere l'emissione azionaria. Per approfondimenti si rimanda al relativo *paper*.

²⁸⁴ Anche in questo caso si propone una lettura approfondita dei seguenti *papers*: Benveniste, L.M., Spindt, P.A., 1989. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24, 343-361. Benveniste, L.M., Wilhelm, W.J. Jr, 1990. A comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments. *Journal of Financial Economics*, 28, 173-207. Spatt, C., Srivastava, S., 1991. Preplay communication, participation restrictions and efficiency in initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 4, 709-726.

processo di *fixed price* e le azioni fossero collocate tra il pubblico di investitori con un sistema proporzionale, in questo contesto - contrariamente - assume rilevanza il sistema del *bookbuilding*²⁸⁵ che, nel corso degli anni, come si ha avuto modo di sottolineare precedentemente, ha acquisito una sempre maggiore popolarità: proprio per questo motivo si palesava pertanto necessario proporre studi teorici che ne tenessero debitamente considerazione.

Ricordando brevemente i meccanismi di funzionamento dello stesso, questo si basa su una prima rivelazione da parte degli investitori circa l'ammontare che sarebbero disposti ad acquistare sia in termini di quantità che di prezzo; una volta espresso il loro interesse verso l'offerta questo permette *in primis* all'*underwriter*, ma anche all'emittente, di tracciare una curva ipotetica di domanda per lo strumento oggetto di IPO, ed in secondo luogo di arrivare, attraverso ulteriori passaggi qui tralasciati ma approfonditi al I capitolo, alla determinazione dell'*offering price* definitivo.

Da quanto testé detto emerge pertanto che qualora tale divulgazione di informazioni non sia opportunamente incentivata con appropriati meccanismi, nessun investitore informato otterrebbe vantaggio dal rivelare le proprie valutazioni in maniera veritiera. Tutt'altro: questa mossa, se non adeguatamente ricompensata, sarebbe altamente controproducente per gli stessi poiché, se da un lato permetterebbe di fissare un prezzo di collocamento maggiormente vicino a quello equo, andando quindi a vantaggio dell'impresa emittente in termini di minor danno monetario in sede di IPO, dall'altro costringerebbe i futuri azionisti a pagare una cifra più alta di quella che avrebbero dovuto versare in caso di rilevazioni scorrette, e quindi gli stessi otterrebbero un minor profitto, oltre che nessuna ricompensa per il sostenimento della costosa attività informativa attraverso la quale erano stati in grado di formulare una propria opinione sul valore dell'impresa.

In questo specifico caso risulta pertanto che una comunicazione veritiera dei propri giudizi non viene assolutamente ripagata, al contrario. In quest'ottica verrebbe da pensare che sarebbe molto più vantaggioso rivelare scorrettamente le proprie

²⁸⁵ Per delucidazioni sul suo funzionamento si rimanda al I capitolo ed al II capitolo, per quest'ultimo nello specifico la parte inerente ai sistemi di *pricing* ed *allocation* adottati in Cina.

informazioni, dando un'immagine dell'impresa ben al di sotto del suo effettivo valore, così da ottenere un prezzo di collocamento basso ed un successivo guadagno, una volta che le negoziazioni ufficiali hanno preso avvio, maggiore.

Sostanzialmente si palesa quindi una sfida per l'*underwriter* il quale deve implementare nella pratica un meccanismo che non solo induca gli investitori a rivelare correttamente le loro valutazioni, ma che - al contempo- si presenti quale vantaggioso per quest'ultimi. Diventa infatti fondamentale evitare i suddetti comportamenti scorretti: con lo scopo di ricompensare adeguatamente gli investitori informati che hanno rivelato correttamente le proprie preferenze si potrebbe agire sul versante allocativo, privilegiando questi a discapito della restante parte non informata o menzognera: è in questo senso che si inseriscono gli studi di Benveniste&Spindt (1989), Benveniste&Wilhelm (1990), Spatt&Srivastava (1991).

Essi infatti furono in grado di dimostrare, attraverso le loro analisi, che gli *underwriter* agivano al fine di sotto-prezzare volutamente l'IPO durante la fase di determinazione del *price range* preliminare (frutto del dialogo tra emittente ed *underwriter*), così da indurre gli investitori informati a rivelare le loro informazioni in maniera veritiera.

Successivamente, considerando che in tal metodo - come risaputo - vige notevole discrezionalità in fase di allocazione delle azioni, l'*underwriter* avrebbe potuto far perno su questo aspetto per ricompensare adeguatamente gli investitori più "informativamente rilevanti", andando ad allocare in via preferenziale larghi quantitativi di azioni a questi anziché ad altre schiere di soggetti²⁸⁶: in questa maniera sarebbero stati i più informati a

²⁸⁶ E' proprio in quest'ottica di analisi che deve essere letta l'informazione presente nel I capitolo in base alla quale veniva abitualmente rilevato per il contesto US un prezzo di *offering price* finale normalmente al di sopra del *price range* preliminare. Questo infatti avveniva poiché, mentre il *price range* veniva collocato volutamente a valori *underpriced* quale strumento per indurre gli investitori informati a rivelare correttamente le loro valutazioni sull'impresa, una volta che le stesse erano state rese pubbliche il prezzo finale si posizionava su valori superiori rispetto al tetto massimo precedentemente pensato. La ricompensa veniva infatti attuata adottando un meccanismo di allocazione preferenziale, come suddetto. Va comunque specificato che, nonostante a questa prima spiegazione delle "*Information Revelation Theories*" potrebbe sembrare che l'*Underpricing* non sia necessario poiché rivelazioni veritiere da parte degli investitori informati dovrebbero permettere di individuare un *offering price* finale estremamente in linea con il *fair price* (quindi registrare un *Underpricing* inferiore), rimane la necessità di "*leave some money on the table*". Se infatti l'*underwriter* fosse talmente abile da riuscire ad azzerare l'*Underpricing*, si paleserebbe di nuovo la situazione per la quale il *truth telling* non sarebbe conveniente in termine di incentivi: tuttavia questa considerazione viene anticipata dagli investitori, obbligando quindi l'*underwriter* a sotto-prezzare le azioni, anche se in misura inferiore [Ljungqvist (2007)]. Inoltre è stato dimostrato che [Ljungqvist (2007)], anche se l'IPO deve necessariamente essere sottoprezzato per quanto finora detto, i benefici connessi con la procedura di *bookbuilding*, vale a dire la possibilità di avere una

trarre maggior profitto, considerata la maggior quota azionaria a questi conferita in fase di allocazione quale *reward*.

Ovviamente, come si può facilmente comprendere, questo meccanismo si basa fortemente sulla notevole libertà concessa all'*underwriter* in sede di allocazione: tuttavia qualora lo stesso fosse vincolato - come è capitato in alcuni contesti europei ed asiatici - ad elargire una percentuale prefissata agli investitori *retail*, questo elemento rischia indubbiamente di vanificare tutto l'impianto su cui poggia la procedura precedentemente illustrata: potrebbe in tal caso diventare necessario, al fine di ricompensare comunque gli investitori che hanno onestamente rivelato le loro preferenze, giocare sul versante del prezzo più che dell'allocazione; arrecando tuttavia gravi danni all'azienda emittente²⁸⁷.

Va inoltre sottolineato che, dagli studi di Benveniste&Busaba (1997), e Spatt&Srivastava (1991) è emerso come, utilizzando la procedura di *bookbuilding* risultasse necessario sotto-prezzare le IPO *Shares* di un importo inferiore rispetto ad altri metodi impiegati: in molti casi vennero infatti registrati livelli di *Underpricing* inferiore qualora il metodo impiegato fosse il suddetto, proprio per questo concetto di rivelazione onesta delle informazioni.

Allo stesso tempo sempre Benveniste&Wilhelm (1990) si occuparono di indagare le possibili interazioni che questa teoria poteva aver avuto con il modello proposto alcuni anni prima da Rock (1986).

Ovviamente se, come constatato, il metodo del *bookbuilding* induceva gli investitori informati a rivelare le proprie valutazioni, questo andava complessivamente a beneficio anche della schiera dei meno informati riducendo di fatto l'asimmetria informativa: infatti le conoscenze di pochi, acquisite attraverso un costoso processo di *information gathering*, divenivano purtroppo un bene a disposizione di tutti, anche di coloro che non avevano assolutamente investito risorse nella dispendiosa attività informativa.

Tale eventualità, in un classico effetto a catena, consentiva parimenti di ammorbidire la magnitudine della "Maledizione del Vincitore" e conseguentemente anche il livello di

chiara panoramica circa il valore dell'azienda a detta di alcuni investitori, supera di gran lunga la perdita di capitale in sede di prima quotazione.

²⁸⁷ Sul punto per chiarimenti si veda Ljungqvist (2007), pagg. 389 e ss..

Underpricing necessario affinché partecipassero all'IPO *market* tutti gli investitori, anche i meno informati.

Va da sé che anche quanto testé detto in relazione al legame tra questa teoria e quella di Rock (1986) persiste solo ammettendo che vi sia totale discrezione nelle scelte allocative, ossia che l'*underwriter* possa decidere in totale autonomia così da ricompensare il *truth telling*: qualora questa condizione non venga rispettata l'intero meccanismo di riduzione dell'asimmetria e – conseguentemente – di riduzione della “*Winner's Curse*”, di fatto non avverrebbe. Emerge pertanto quanto l'elemento allocativo giochi un ruolo chiave in questo *Going Public Process*, soprattutto in termini di riduzione del tanto anomalo fenomeno di *Underpricing*.

3.2.3. Il modello Principale-Agente

Altra declinazione del filone di teorie riconducibili all'Asimmetria Informativa, si tratta di un modello, quello del Principale-Agente, che trova applicazione non solo nel contesto delle IPO, bensì anche in tutte quelle situazioni nelle quali si assiste ad un rapporto di delega: un Agente - per l'appunto - opera per conto di un Principale in un contesto di asimmetria informativa che può manifestarsi in forma sia *pre* che *post* contrattuale.

Normalmente ricondotto al modello di Jensen&Meckling (1976) che, tuttavia, prendeva a riferimento il rapporto *manager*-proprietario, in questa sede lo stesso viene applicato al processo di prima quotazione: nello specifico all'asimmetria informativa intercorrente tra *issuer* e *underwriter*²⁸⁸.

Come più volte evidenziato l'*underwriter* riveste un ruolo fondamentale nel *Going Public Process*: dalla sua *expertise* nel prezzare ed allocare le azioni dipende l'intero

²⁸⁸ Per essere più precisi il *link* tra questo modello ed il mondo della prima quotazione è oramai radicato da oltre 20 anni: quello che emerse dalle teorie iniziali fu che la banca impegnata in un processo di prima quotazione (per l'appunto l'*underwriter*) fosse sotto-performante in termini di *marketing* e distribuzione delle azioni proprio per questo concetto di asimmetria informativa tra la stessa e l'*issuer*: quest'ultimo, conoscendo poco o niente dell'operato dell'*underwriter*, poiché all'oscuro di tutto, non era neppure in grado di monitorare gli sforzi profusi da questo per l'esecuzione di un ottimo IPO *deal*.

successo dell'operazione che, parimenti, costituirà anche un'operazione di *marketing* per l'*underwriter* stesso, permettendogli di farsi conoscere ed apprezzare da ulteriori soggetti interessati, suo potenziali clienti futuri.

Proprio in questo senso Baron (1982) e Baron&Holmström (1980) constatarono che le banche di investimento tenute a ricoprire il ruolo di *underwriter*, durante la fase di collocazione IPO si trovavano in una situazione che viene comunemente definita, nel linguaggio Principale-Agente, di azzardo morale o *moral hazard*²⁸⁹.

Gli stessi Loughran&Ritter (2004) rafforzarono quanto testé riportato dai loro colleghi, evidenziando come il legame contrattuale tra l'emittente e l'*underwriter* rappresentasse in realtà una tipologia di accordo istituzionale con alcuni "*dark sides*": le condizioni presenti palesavano infatti chiari problemi di agenzia, i quali, coerentemente con quanto sostenuto, si sono poi effettivamente registrati nella realtà.

Sostanzialmente quello che veniva sostenuto in queste teorie era che l'*Underpricing* fosse uno strumento volutamente utilizzato dall'*underwriter* nell'ambito di un processo di *rent-seeking activities*²⁹⁰. Nonostante questa affermazione potrebbe sembrare paradossale alla luce di quanto detto al I capitolo, vale a dire che le *underwriting fees* spettanti alla banca sono calcolate proporzionalmente all'ammontare dei guadagni raccolti in sede di IPO e quindi non converrebbe assolutamente sotto-prezzare le azioni, il modello mette in luce un aspetto differente e guarda all'*Underpricing* come ad una sorta di sconto compensativo per la banca coinvolta nell'IPO.

Pur essendo innegabile - a livello teorico - che la miglior mossa da fare sia quella di prezzare correttamente le azioni così da ottenere il massimo profitto dall'operazione di IPO, tuttavia da queste teorie è emerso che i vantaggi derivanti all'*underwriter* nel

²⁸⁹ A differenza della situazione di Selezione Avversa, anch'essa una possibile declinazione della teoria Principale-Agente, ma in un contesto pre contrattuale, quella dell'Azzardo Morale si prefigura quale comportamento opportunistico in fase *post* contratto. La stessa si basa sull'assunto che, qualora il Principale sia all'oscuro delle azioni compiute dall'Agente e non abbia modo di monitorarle né controllarle, allora l'Agente perseguirà indubbiamente i propri scopi a spese del Principale. Anche nel caso del modello proposto da Baron (1982) e Baron&Holmström (1980) si sta implicitamente assumendo che all'emittente non sia concesso di verificare gli sforzi compiuti dall'*underwriter* in fase di vendita e collocazione dei titoli.

²⁹⁰ Con questa espressione inglese ci si riferisce a tutte quelle attività svolte nel tentativo di migliorare il proprio benessere a spese di quello altrui: per comprendere come questo concetto venga declinato con riferimento alla figura dell'*underwriter* si prosegue nella lettura.

sotto-prezzare i titoli superano di gran lunga gli svantaggi [Baron&Holmström (1980)]²⁹¹. In questo senso infatti, oltre alle ovvie facilitazioni conseguenti in termini di pubblicizzazione dell'offerta e di saturazione della stessa (quindi certezza di trovarsi ad affrontare casi di *Oversubscription*), potevano palesarsi delle situazioni in base alle quali gli ipotetici azionisti, pur di ottenere l'allocazione di quegli strumenti, considerassero l'eventualità di corrispondere all'*underwriter* dei *side payments* intensi come pagamenti *extra*: a titolo esemplificativo questi potevano presentarsi nella forma di maggiori commissioni di vendita imputate agli investitori²⁹² [Loughran&Ritter (2002)].

Contestualmente prese molto piede in questo senso anche la pratica dello *spinning* di cui si era già accennato al I capitolo: sostanzialmente l'*underwriter* utilizzava a proprio vantaggio il canale allocativo, conferendo le azioni prevalentemente a quei soggetti che ricoprivano ruoli chiave all'interno delle diverse realtà aziendali, i cosiddetti *Executives*, nella speranza che gli stessi si sarebbero in futuro rivolti a loro per avviare un'eventuale propria attività di investimento [Ljungqvist (2007)].

Per ovviare a questo immane problema di comportamenti scorretti diveniva pertanto necessario implementare un meccanismo di redazione del contratto tra Principale ed Agente che facesse perno sullo schema degli incentivi: nello specifico affinché l'*underwriter* facesse un uso appropriato delle maggiori informazioni che deteneva relativamente alla domanda degli investitori per l'impresa quotanda Baron (1982) propose un modello contrattuale secondo il quale la *pricing decision*, sia in termini di IPO *price* che di *underwriting spread*, venisse presa dalla banca attingendo da un menu di combinazioni contrattuali proposte dall'emittente²⁹³. Sostanzialmente il fulcro di tale

²⁹¹ Proprio nel modello di Baron&Holmström (1980) si sottolineò come fosse nel più totale interesse dell'*underwriter* fissare un prezzo di emissione basso: in tal modo lo stesso avrebbe ridotto al minimo lo sforzo impiegato in fase di *marketing* e di allocazione dei titoli. Questi infatti, date le condizioni estremamente favorevoli di offerta, non avrebbero di certo rischiato di rimanere invenduti. Va tuttavia evidenziato che gli stessi autori riconobbero come la ragguardevole concorrenza nell'industria dell'*investment banking* (ci riferiamo al contesto US della fine degli anni '80) avrebbe dovuto parzialmente ridurre questo problema di agenzia.

²⁹² Proprio per questo comportamento scorretto nel 2002 l'istituto bancario del Credit Suisse First Boston venne multato per la considerevole cifra di 100 milioni (US\$). Fonte: NASD Regulation Inc. (22 gennaio 2002).

²⁹³ Per ulteriori approfondimenti si legga il relativo *paper*. Baron, D.P., 1982. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance*, 37, 955-976.

contratto consisteva nel delegare all'*underwriter* la fissazione del prezzo d'offerta, ma al contempo ricompensare lo stesso per la raccolta e l'utilizzo, in fase di IPO *price setting*, delle differenti informazioni rivenienti dal mercato.

Questo sistema non poteva ovviamente portare alla fissazione di un prezzo di tipo *first best*, come invece si sarebbe potuto ottenere qualora non si fossero verificate situazioni di inosservabilità dell'impegno e di asimmetrie informative, tuttavia proprie di questo caso.

Ad ogni modo va sottolineato che i modelli di Baron (1982) e Baron&Holmström (1980), nonostante abbiano indubbiamente costituito una parte importante nel filone delle asimmetrie informative, hanno parimenti manifestato una certa fragilità.

Ci si riferisce nello specifico a quanto emerso dagli studi di Muscarella&Vetsuypens (1989) in base ai quali vennero registrati dei notevoli casi di *Underpricing* anche per quelle azioni emesse dalle banche di investimento nel loro stesso processo di prima quotazione. Questo fatto si palesa di per sé come paradossale se letto alla luce di quanto finora sostenuto dai due precedenti autori: essendovi infatti perfetta identità in questo particolare scenario tra l'emittente e l'*underwriter* non ha assolutamente alcun senso ricondurre il dato di *Underpricing* rilevato alla riflessione precedentemente fatta circa i comportamenti poco onesti messi in pratica dall'*underwriter* in un contesto di asimmetria informativa. In tal senso gli studi di Baron (1982) e Baron&Holmström (1980) dovrebbero quindi essere rivisti anche alla luce di queste rilevazioni paradossali.

3.2.4. La Teoria della Segnalazione

Le "*Signalling Theories*" sono in realtà un filone alquanto corposo, che va ben oltre il solo universo delle IPO: oltre a quella qui oggetto di analisi ci si può facilmente imbattere, soprattutto qualora si vada ad indagare nelle politiche finanziarie aziendali adottate da un'impresa, in casi di *Dividend Signalling* o di *Debt Signalling*²⁹⁴.

Per avere invece una visione di lettura che colleghi questo modello con il precedente di Benveniste&Spindt (1989) si veda Biais *et al.* (2002).

²⁹⁴ Estraniandosi per un attimo dall'ambiente economico-finanziario celebre è in questo senso anche la teoria della segnalazione nel mercato del lavoro di Michael Spence (1973): egli sosteneva che i futuri dipendenti, per segnalare al datore di lavoro la propria qualità, lanciavano un segnale attraverso l'investimento effettuato in ambito educativo.

Il concetto sostanzialmente è invariato anche se cambia lo strumento funzionale allo scopo: l'obiettivo che in queste ultime due versioni qui citate l'impresa persegue è quello di segnalare la propria qualità compiendo azioni impattanti quali contrarre debito finanziario o impiegare le proprie risorse nella distribuzione dei dividendi²⁹⁵.

Con riferimento invece al mercato delle IPO questa teoria, che viene storicamente ricondotta agli studi compiuti da Ibbotson (1975), anche se la stessa è stata poi ampliata attraverso i contributi di Allen&Faulhaber (1989), Grinblatt&Hwang (1989) e Welch (1989), individua quale mezzo di segnalazione a disposizione delle imprese per l'appunto l'*Underpricing*. Nello specifico fu proprio Ibbotson (1975) che, attraverso la sua analisi, intuì come l'atto di sotto-prezzare le proprie azioni potesse essere volutamente funzionale a "*leave a good taste in investors' mouths*": l'obiettivo era quindi attirare l'attenzione degli investitori segnalando la propria qualità con un'azione altamente costosa (ed unicamente per questo valevole) come, per l'appunto, l'*Underpricing*.

Emerge pertanto come questa teoria parta dall'assunto opposto rispetto a quelli precedentemente descritti: per la prima volta in questa sede si sostiene che l'operatore maggiormente informato sia l'emittente stesso ed il maggior confronto avvenga tra questo e la platea di investitori disinformati [Ljungqvist (2007)]. Sostanzialmente quello si voleva sostenere era che l'azienda sarebbe stata disposta a sotto-prezzare le proprie azioni, e quindi conseguentemente a perdere ingenti quote di capitale in sede di IPO, solo qualora la stessa avesse la certezza di registrare un futuro *trend* di crescita e quindi conseguentemente di generare profitto: nel gergo tecnico solo qualora si trattasse di una *high quality firm*.

Esclusivamente le *good companies* potevano permettersi, secondo questa teoria, tale costosa segnalazione, poiché confidavano nel fatto che, una volta acquisite le azioni volutamente sotto-prezzate, gli investitori sarebbero stati assolutamente in grado di comprendere l'effettivo valore dell'impresa, nonché la sua solidità, evitandole pertanto di dover ulteriormente ricorrere a questi dispendiosi mezzi di segnalazione.

²⁹⁵ Per ulteriori approfondimenti circa queste specifiche teorie di segnalazione, la cui trattazione esula dallo scopo del presente lavoro, si rimanda a: A.A.V.V., 2012. Corso di politiche finanziarie aziendali. Università Cà Foscari di Venezia, Dipartimento di Management, Ed. McGraw-Hill.

Questo d'altro canto doveva parimenti permettere alle società oramai quotate di presentarsi nel mercato dei capitali anche successivamente, attraverso le già citate SEO, e di ottenere in quella circostanza ulteriore *equity*, questa volta a condizioni più favorevoli: senza questo ulteriore *step* nessuna impresa, neppure quelle più performanti, avrebbe ottenuto vantaggio alcuno dalla sola operazione di *Underpricing*²⁹⁶; ne sarebbero contrariamente derivate solo inutili perdite.

Il concetto implicito in questa teoria è che sotto-prezzare si pone in prima istanza come tappa necessaria per ottenere futuri guadagni e riconoscimenti.

Ovviamente, come tutti i modelli di segnalazione, anche questo sotto esame è validato solo qualora il segnale lanciato dalle imprese sia talmente costoso da non poter essere imitato; se infatti così non fosse a nulla sarebbe valso l'aver sopportato un ingente livello di *Underpricing*: è in questo contesto che si inserisce il concetto di "equilibrio di separazione". Sostanzialmente, ipotizzando²⁹⁷ che la scoperta da parte degli investitori circa l'effettiva qualità dell'impresa (*good versus bad company*) avvenga precedentemente al tentativo di SEO [Ljungqvist (2007)], le imprese di bassa qualità non avranno alcun incentivo ad imitare la controparte performante: se infatti anche riuscissero ad entrare nel mercato dei capitali segnalandosi attraverso il costoso strumento dell'*Underpricing*, questo segnale ingannevole verrebbe intercettato immediatamente dal mercato, ben prima che alle stesse venga data la possibilità di trarne alcun vantaggio in sede di SEO.

Questa constatazione ci permette pertanto di sostenere che le imprese *low quality* eviteranno aprioristicamente di imitare la controparte, poiché, qualora scoperte, alle stesse verrebbe completamente preclusa la possibilità di recuperare i soldi perduti utilizzando l'emissione secondaria (SEO): in sintesi, dopo aver perso in fase di IPO, le

²⁹⁶ Va inoltre evidenziato che, come teorizzato negli studi di Allen&Faulhaber (1989), le IPO di imprese di "qualità superiore" non solo dovevano essere caratterizzate da un prezzo di collocamento più basso, e quindi da un conseguente *Underpricing* più elevato, ma al contempo anche da una dimensione dell'offerta azionaria ridotta. Se infatti l'obiettivo era quello di far conoscere la propria qualità attraverso una costosa operazione di spontaneo sotto-prezzamento, al contempo si voleva arginare al massimo il danno monetario proprio attraverso una ridotta *offering size*. L'impresa avrebbe proceduto successivamente a raccogliere l'effettivo capitale, attraverso un'emissione secondaria che sarebbe avvenuta a condizioni più ragionevoli, dato l'effetto sortito dalla segnalazione.

²⁹⁷ Tra l'altro si tratta di un'ipotesi ad elevata probabilità [Ljungqvist (2007)].

stesse si ritroverebbero a registrare un'ulteriore perdita di capitale anche nella fase successiva.

Tuttavia questo filone circa le teorie di segnalazione fece contestualmente sorgere un dubbio più che legittimo: considerando che l'azione di *Underpricing* lancia indubbiamente un messaggio, ma lo stesso è estremamente costoso per l'impresa, alcuni autori al tempo si interrogarono se non vi potessero essere delle strade alternative da percorrere. In questo senso si inseriscono le ricerche condotte da Booth&Smith (1986), da Titman&Trueman (1986) nonché da Megginson&Weiss (1991): essi individuarono quali possibili segnali alternativi all'implementazione dell'*Underpricing* rispettivamente l'adozione di un *underwriter* di comprovata abilità; l'utilizzo di *auditors* stimati nel panorama internazionale ed infine la presenza di *venture capitalists* a certificare l'operazione di IPO.

Parzialmente collegato con questo aspetto vi è un'ulteriore declinazione della "*Signalling Theory*" conosciuta anche come "*Insider Signalling Theory*" [Leland&Pyle (1977)]. Nello specifico questi autori sostennero che lo stesso imprenditore fosse da solo in grado di lanciare un forte segnale circa la qualità dell'impresa: il tutto dipendeva dall'ammontare di *equity* dallo stesso detenuto. Tanto maggiore infatti era la sua quota azionaria a seguito dell'IPO tanto più voleva dire che l'impresa apparteneva alla cerchia delle *high quality companies* e che molto probabilmente la stessa era in procinto di avviare dei progetti ad alto potenziale di crescita. Sostanzialmente sulla base di questa teoria quello che ci si aspettava era che il valore dell'impresa incrementasse contestualmente alla porzione di *equity* detenuta dall'imprenditore.

Alla luce di questo, qualora si consideri l'assunzione testé proposta quale corretta ed accettabile, ci si aspetterebbe di constatare che l'*insider ownership* sia direttamente collegata con il primo giorno di IPO *Underpricing*, sulla base di quanto appena sostenuto [Ljungqvist (2007)].

3.2.5. Le Teorie dell'Incertezza *Ex Ante*

Come si ha avuto modo di sottolineare nelle prime righe del presente paragrafo di vuole dar ora spazio alla trattazione di un filone teorico parzialmente collegato a quello dell'asimmetria informativa, ma comunque caratterizzato da alcuni particolarismi.

Ci si sta infatti riferendo alla cosiddetta “Teoria dell'incertezza *ex ante*”, formulata in origine da Beatty&Ritter (1986) anche se la stessa ha subito, come di consuetudine, innumerevoli modifiche nel corso degli anni ad opera di una moltitudine di autori [Booth&Smith (1986); Carter&Manaster (1990); Titman&Trueman (1986)].

L'assunto di partenza di questa teoria è di per sé estremamente intuitivo: un'impresa in procinto di quotarsi dovrebbe essere in grado di diffondere informazioni tali da rivelare il suo *fair value* al pubblico di investitori, cosicché le valutazioni rispecchiano la realtà dei fatti e la stessa non ne debba rimettere in termini monetari.

Tuttavia la fattibilità di questa azione, ossia la capacità per un'azienda priva di una storia pregressa documentata ed ufficializzata, di far comprendere al pubblico le sue effettive potenzialità ed il suo reale valore, è estremamente difficile da realizzare, soprattutto alla luce del diffuso scetticismo che caratterizza il mercato dei capitali [Ljungqvist (2007)].

La maggior preoccupazione per gli investitori ipoteticamente disposti ad impiegare una quota del proprio capitale nell'IPO in esame è proprio collegata all'impossibilità di conoscere il *fair value* dell'impresa: questo elemento comporta, come conseguenza riflessa, un impatto negativo sull'effettivo *Enterprise Value*, nonché sul prezzo delle azioni offerte [Beatty&Ritter (1986)]. Sostanzialmente i due autori sopra citati sostennero, attraverso i loro studi²⁹⁸, che tanto maggiore era l'incertezza *ex ante* durante la fase preparatoria dell'IPO, tanto maggiore sarebbe stato il livello di *Underpricing* sopportato²⁹⁹: i timori circa l'effettivo valore aziendale avrebbero infatti costretto l'impresa ad abbassare il prezzo di emissione, dovendo pertanto sopportare un'ulteriore

²⁹⁸ Nello specifico si rimanda al *paper*: Beatty, R.P., Ritter, J.R., 1986. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 15, 213–232.

²⁹⁹ Beatty&Ritter (1986) furono in grado di rappresentare il fattore dell'incertezza *ex ante* all'interno del loro modello di regressione usando una molteplicità di *proxies* tra cui l'età dell'impresa, il fatturato registrato nell'ultimo anno precedente all'IPO (a dollari costanti), nonché la dimensione dell'offerta (sempre a dollari costanti). Questo approccio era in realtà già stato adattato in uno studio empirico precedente sempre da Ritter (1984). Quello che risultò, come era facilmente intuibile, fu che tanto più piccole era l'impresa quotanda, tanto maggiore era il rischio ad essa associato e quindi maggiore l'*Underpricing* richiesto per partecipare alla sua IPO [Beatty&Ritter (1986)].

perdita, amplificata da questa situazione di asimmetria informativa tra emittente ed investitore.

Nello specifico essi collegarono il loro modello con quello di Rock (1986)³⁰⁰: un'eccessiva incertezza circa il valore atteso dell'impresa avrebbe indubbiamente indotto molti investitori ad impiegare proprie risorse nella costosa attività di *Information gathering*, andando così ad accentuare ulteriormente la "Maledizione del Vincitore" sopportata dalla schiera di pubblico non informata.

Ovviamente quest'ultimi, anticipando tale situazione alquanto svantaggiosa, avrebbero richiesto – quale ricompensa per il rischio sopportato in fase di partecipazione all'IPO, e consapevoli della loro utilità nel mercato dei capitali – un rendimento atteso più elevato, da ottenersi attraverso la fissazione di un prezzo di offerta più basso: da qui l'*Underpricing*.

Alla luce di quanto finora detto anche in questa situazione, così come descritto con riferimento alla "*Signaling Theory*", molti autori si interrogarono sulla possibilità di impiegare mezzi alternativi - diversi dal dispendioso *Underpricing* - che consentissero parimenti di ridurre almeno parzialmente questa incertezza *ex ante*.

Un po' sulla scia della sopraccitata teoria, anche in questo contesto prese avvio uno studio di ricerca che portò alla creazione delle "*Advising Agent Theories*": si trattava, nella sostanza, di teorie che individuavano negli attori coinvolti nel processo di quotazione (*underwriter, auditors, accounts* ecc.) un elemento importante su cui far leva per attenuare l'incertezza *ex ante* e, conseguentemente, anche l'*Underpricing*.

Come già accennato nel I capitolo alcuni studi empirici dimostrarono che le IPO condotte da *advisers* di un certo livello, soprattutto in termini di prestigio e di appartenenza a grandi gruppi di fama internazionale, rassicurava la platea di investitori, anche dei più diffidenti, facendo conseguentemente registrare un minor livello di *Underpricing* [Booth&Smith (1986), Carter&Manaster (1990), Sherman(2000), Sherman&Titman (2002), Titman&Trueman (1986)].

³⁰⁰ Anche alla luce di questa constatazione risulta chiaro come tale filone esplicativo sia un'ulteriore declinazione delle teorie basate sul concetto di asimmetria informativa: ragion per cui non se ne poteva dare un'adeguata trattazione se non all'interno di questo paragrafo.

Di nuovo emerge come la selezione dei differenti attori coinvolti nel *Going Public Process* sia di per sé un'attività che deve essere condotta con attenzione e meticolosità; diversamente ne rimetterebbe l'intero processo di IPO.

3.3. IL FILONE DELLE TEORIE ISTITUZIONALI

Questo che ora si andrà ad analizzare costituisce probabilmente uno dei filoni esplicativi meno rilevanti in termini di spiegazione dell'IPO *Underpricing* globale. Le motivazioni che spingono ad un'affermazione tanto forte risiedono proprio nella limitata applicazione di tali teorie, le quali non sono infatti in grado di spiegare il fenomeno qualora si ampli il raggio d'azione andando oltre i confini di Stati Uniti e Svezia, nazioni che hanno fornito la base di partenza per la formulazione delle relative teorie istituzionali³⁰¹. Sostanzialmente in questo specifico scenario rileva notevolmente l'aspetto geografico: tuttavia va da sé che tale elemento non può assolutamente palesarsi quale motivo principale per la spiegazione e rilevazione di dati che, teoricamente, ma anche nella realtà empirica, si sono registrati su scala globale come precisamente illustrato nella tabella H del I capitolo, nella quale viene riportato il dato di IPO *Underpricing by Country*.

Come si accennava proprio in chiusura di quella prima parte anche questa classe di teorie subisce al suo interno un'ulteriore declinazione a seconda che si prendano in considerazione tre differenti caratteristiche del mercato finanziario:

- i) il rischio che l'impresa sia citata in giudizio dai suoi stessi investitori (cd *Litigation Risk*);
- ii) l'attività di stabilizzazione del prezzo azionario che ha luogo, come visto, in fase *post IPO* ed infine
- iii) gli eventuali vantaggi fiscali che possono derivare da un'azione di sotto-prezzamento delle azioni.

³⁰¹ Per comprendere appieno questo specifico riferimento geografico si prosegua con la lettura.

In questa sede l'obiettivo sarà proprio quello di darne una specifica trattazione cadauno, evidenziandone specificatamente i particolarismi geografici che rendono tali teorie inappropriate alla spiegazione dell'IPO *Underpricing* globale.

3.3.1. Le *Litigation Risks Theories*

Si tratta sostanzialmente di un filone teorico che interpreta l'*Underpricing* quale strumento adottato dalle imprese (il riferimento è a quelle US), per ridurre la probabilità di essere citate in giudizio dai propri stessi investitori, insoddisfatti per le *performance post IPO* fatte registrare dalle azioni. Originariamente proposta da Lougue (1973) e Ibbotson (1975), essi studiarono il fenomeno quasi si trattasse di una forma assicurativa adottata dall'impresa, da qui l'ulteriore appellativo che è stato coniato con riferimento a questa teoria che infatti viene talvolta indicata nei testi come *Legal Insurance* o *Lawsuit Avoidance Hypothesis*.

Il problema di tale filone teorico risiede proprio, come si accennava anche precedentemente, nella sua limitata applicabilità a contesti differenti da quello statunitense: in questa nazione infatti, a differenza di altre, vigono e vigevano leggi molto severe in tema di *IPO Disclosure*, tali da condizionare enormemente i risultati empirici raccolti in questo senso e relativamente al fenomeno di *IPO Underpricing*.

Tuttavia risulta sufficiente migrare il proprio *focus* di interesse altrove, poco distante dal contesto US, per constatare come la probabilità di venire citati in giudizio non sia più fattore economicamente rilevante, indi per cui anche l'idea di ricondurre l'*Underpricing* a tale constatazione perde completamente di significato.

In tal senso il riferimento più esplicito lo si può trovare negli studi condotti ad esempio da Lee *et al.* (1996) per quel che concerne l'Australia, da Beller *et al.* (1992) per il Giappone, Ljunqvist (1997) per la Germania, Rydqvist (1994) per la Svezia, per la Svizzera e per il Regno Unito rispettivamente Kunz&Aggarwal (1994) e Jenkinson (1990): tutti questi autori, attraverso le loro indagini, constatarono come il *Litigation Risk* avesse di per sé un impatto economicamente nullo in questi contesti. Tuttavia anche in tali nazioni erano stati rilevati dati di *IPO Underpricing*: questa constatazione

andava ulteriormente a rafforzare l'idea che il contributo esplicativo di tale teoria fosse di per sé davvero ridotto; inoltre la stessa rilevazione portò a pensare che per le nazioni sopra citate di sicuro ci si dovesse riferire ad altre cause diverse dal *Litigation Risk* per spiegare il - comunque presente - sotto-prezzamento.

Proprio sotto quest'ottica di parziale applicabilità della stessa ne verrà qui data una breve trattazione, tuttavia si rimanda, per ulteriori approfondimenti, agli studi relativi³⁰².

Sostanzialmente secondo quanto sostenuto in tale teoria il timore maggiore per emittenti ed *underwriter* era che gli investitori, qualora insoddisfatti per le deludenti *performance post IPO* delle azioni acquistate³⁰³, potessero far perno su un'insufficiente chiarezza espositiva in sede di divulgazione del prospetto finale, appellandosi alla mancanza di alcune informazioni rilevanti, se non addirittura alla natura ingannevole delle stesse qualora divulgate. Sia che si trattasse di una *omission* o di un *misstatement*, in entrambi era molto diffuso nella prassi che gli investitori US citassero in giudizio l'impresa in questione.

A conferma di quanto testé detto, in tema di litigiosità del pubblico statunitense, Lowry&Shu (2002) rilevarono come dal 1988 al 1995 ben il 6% delle imprese quotate nel mercato americano furono effettivamente citate in giudizio: dato di per sé per nulla irrilevante che portò, per le società oggetto del contenzioso, a registrare una perdita media pari al 13,3% dei guadagni ottenuti in fase di IPO³⁰⁴.

In questo filone molto importanti furono anche gli apporti di Hensler (1995), Hughes&Thakor (1992) e Tinic (1988) che, considerati non a torto gli autori chiave di

³⁰² Si rimanda nello specifico ai *paper* di Hensler (1995), Hughes&Thakor (1992) e di Tinic (1988).

³⁰³ La precisazione è d'obbligo: tutt'altro infatti sarebbe accaduto qualora gli investitori si fossero detti soddisfatti delle *performance* in fase *post IPO*: di sicuro non avrebbero indagato circa la poca trasparenza delle informazioni divulgate in fase di *Disclosure*.

³⁰⁴ In questo senso estremamente illuminante può essere anche il caso della quotazione del colosso dei sistemi operativi Linux, avvenuto nel 1999, in piena *internet bubble*. Da un prezzo di collocamento di 30 US\$, il primo giorno di contrattazione il titolo fece registrare un valore ben superiore, attestandosi a 300 US\$, con grande soddisfazione degli investitori. Tuttavia questo *trend* positivo subì un brusco arresto circa due anni dopo, esattamente in concomitanza con lo scoppio della bolla speculativa della *dot economy*: il prezzo delle azioni cadde a 2 US\$ cadauna e gli investitori, adirati per il pessimo andamento fatto registrare, citarono in giudizio i sottoscrittori, lamentando il fatto che il prospetto informativo fosse sostanzialmente fuorviante ed ingannevole. Questo in realtà accadde tanto con Linux quanto per molte altre IPO nelle quali erano coinvolte realtà del settore *High Tech*, dove lo scoppio della bolla causò un dilagante malcontento tra gli investitori, pronti a far causa all'azienda.

questo filone teorico, espressero l'opinione che l'*Underpricing* potesse rappresentare un ottimo strumento a disposizione dell'emittente per proteggersi dal rischio di contenzioso, anche detto, *Litigation Risk*.

L'importanza di una tale azione di difesa, pur molto costosa, era visibile a tutti: qualora coinvolto in un'azione legale, lo *standing* dell'*underwriter* avrebbe infatti subito un notevole tracollo, andando a minare la reputazione ed il prestigio dello stesso non solo presso la platea di investitori, ma, ancor più grave, presso i futuri ipotetici clienti.

Questa eventualità sarebbe stata parimenti deleteria per l'emittente, al quale sarebbe stato automaticamente associato un livello di rischiosità maggiore, costringendolo in tal senso a dover sopportare un maggior costo del capitale nelle successive ricerche di fondi.

In quest'ottica quanto teorizzato da Hughes&Thakor (1992) fu estremamente illuminante: essi assunsero che la probabilità per un'impresa quotanda di essere citata in giudizio era tanto maggiore tanto più elevato si presentava essere l'*offering price*. In questo senso una voluta azione di sotto-prezzamento degli strumenti oggetto di prima quotazione non solo avrebbe ridotto tale eventualità, con gran vantaggio per la società, ma, parimenti, avrebbe diminuito la probabilità di sentenza sfavorevole, o, se la stessa fosse stata pronunciata, avrebbe ridotto l'ammontare monetario da pagare quale indennità per i danni cagionati agli investitori.

L'*Underpricing* si palesava quindi quale strumento, male necessario, al quale le imprese si sarebbero dovute volontariamente sottomettere, per lo meno considerando le caratteristiche intrinseche del mercato US: in questo modo avrebbero infatti ridotto notevolmente la probabilità di incorrere in cause legali, riducendo quindi a zero tutti i sopraccitati rischi connessi³⁰⁵.

³⁰⁵ Sempre sulla scia di questo pensiero anche Drake&Vetsuypens (1993) giunsero alla medesima constatazione, rilevando che l'*Underpricing* poteva essere interpretato come una sorta di costosa assicurazione per minimizzare le responsabilità legali del sottoscrittore.

3.3.2. Le *Price Stabilization Theories*

Il tema circa l'attività di stabilizzazione del prezzo azionario in fase *post IPO*, implementato vuoi dal *Lead underwriter*, vuoi dal consorzio nel suo complesso, a seconda dello specifico caso sotto esame, è stato già ampiamente trattato nel I capitolo, cui si rimanda per avere un'*overview* di tale attività.

Nello specifico in quella sede si era specificatamente illustrato una particolare forma di attività stabilizzatoria nell'*aftermarket*, conosciuta nel gergo tecnico con l'appellativo di *syndicate covering transaction*: tuttavia quello che si vuole genericamente sottolineare è che normalmente, indipendentemente dalla forma impiegata, immediatamente dopo l'immissione delle azioni nei listini ufficiali, l'*underwriter* è spesso tenuto, per obblighi di natura contrattuale, a supportare l'andamento del prezzo dei titoli attraverso operazioni quali il cosiddetto *buyback* azionario: questo nello specifico dovrebbero infatti permettere al prezzo di non scendere al di sotto di una data soglia, ritenuta pericolosa.

Da questa apparente semplice attività di supporto svolta in fase *post IPO* ne è in realtà scaturito un ulteriore filone esplicativo il fenomeno di *Underpricing*: quest'ultimo, considerate le motivazioni sottostante tale nuova angolazione di indagine, prende il nome di "*Price Stabilization Theories*" e rappresenta il ramo più statistico all'interno delle varie teorie esplicative l'*IPO Underpricing*.

Ruud (1993), autrice considerata figura di riferimento per l'intero impianto fondante questo filone di teorie, sostenne per la prima volta, attraverso il suo *paper*³⁰⁶, che in realtà le IPO non fossero volutamente sottoprezzate, come finora sostenuto da molti suoi illustri colleghi, ma che questo fenomeno fosse in realtà diretta conseguenza dell'attività stabilizzatoria messa in atto dai vari agenti coinvolti. Essa infatti, partendo dalla constatazione statistica secondo la quale veniva regolarmente rilevato una distribuzione dell'*Underpricing return* simmetrica attorno a valori nulli invece che

³⁰⁶ Per approfondimenti si rimanda al *paper* originale: Ruud, J.S., 1993. Underwriter price support and the IPO under-pricing puzzle. *Journal of Financial Economics*, 34 (2), 135-151.

positivi, spiegò la differente registrazione dei dati imputandoli all'attività stabilizzatoria di prezzo.

Nello specifico la stessa autrice espresse l'opinione che in realtà in fase di IPO i prezzi di collocamento si aggirassero attorno a valori estremamente prossimi al corrispettivo *market value* atteso: tuttavia la possibilità che questo valore subisse un tracollo nell'*aftermarket*, tanto considerevole da rendere necessario l'intervento di soggetti esterni al fine di supportare un *trend* di prezzo positivo, poteva falsare la distribuzione statistica portandola ad essere asimmetrica. Infatti questa intromissione nel regolare processo di fluttuazione dei prezzi andava sostanzialmente ad eliminare la coda sinistra della distribuzione suddetta (quindi quella rappresentativa i rendimenti negativi iniziali), facendo così rilevare un apparente IPO *return* particolarmente positivo, proprio a causa di questa forzatura nel processo: sostanzialmente essa sosteneva che i valori registrati non erano la rappresentazione veritiera degli effettivi *return* attesi, bensì la media condizionata all'intervento da parte degli *underwriter* al fine di stabilizzare il prezzo. L'assunzione era che si stesse guardando un dato sostanzialmente corrotto da questa azione³⁰⁷.

Tuttavia, nonostante l'approccio estremamente statistico di tale teoria, la stessa venne ben presto parzialmente demolita da studi successivi quali quelli condotti da Benveniste *et al.* (1997) secondo i quali in realtà l'attività di *Price Stabilization* imposta agli *underwriter* era in realtà un mezzo per ridurre l'*Underpricing*, e non il contrario.

Collegandosi direttamente ad un teoria precedentemente formalizzata da Smith (1986), essi sostennero che imporre agli *underwriter* di stabilizzare - nella fase *post* IPO - il prezzo delle azioni emesse fungeva da utilissimo strumento di allineamento tra gli interessi di quest'ultimi e quegli degli investitori, nonché dell'emittente.

In assenza di questo deterrente gli *underwriter*, considerato il già citato impianto retributivo alla base di un'IPO, avrebbero ottenuto una moltitudine di vantaggi dalla fissazione di un *offering price* ben al di sopra del *fair value*: tuttavia la possibilità di

³⁰⁷ A supporto di questa sua idea, estremamente impattante, nonché fortemente controtenenza rispetto a quelle finora analizzate, essa stimò, adottando il modello di Tobit, il valore medio del rendimento non condizionato al primo giorno di contrattazioni ufficiali ed individuò effettivamente un valore prossimo allo zero, come precedentemente sostenuto [Ruud (1993)].

assistere a questo *overstatement* era ridotta se agli stessi veniva contestualmente imposto di supportare il prezzo delle azioni nell'*aftermarket*.

Tanto maggiore infatti era il delta tra il prezzo di collocamento e l'effettivo *market value*, tanto più ci avrebbero rimesso gli *underwriter* in termini di capitale impiegato per assicurarsi che il prezzo non crollasse eccessivamente: sostanzialmente questo meccanismo, vincolando il guadagno degli *underwriter* agli investitori coinvolti, imponeva ai primi di comportarsi correttamente in fase di *price setting*, impedendogli quindi di approfittare della situazione³⁰⁸.

3.3.3. Le Teorie sul Vantaggio Fiscale

Purtroppo tanto in questa sede, quanto in quella relativa alle teorie legate al *Litigation Risk*, la componente geografica gioca un ruolo davvero determinante: se è vero che tale sotto-classificazione propone teorie in base alle quali in alcune nazioni l'emittente trae dei vantaggi fiscali dal sottoporsi volutamente ad un sotto-prezzamento delle sue stesse azioni, lo stesso non accade in altri contesti.

Nello specifico questo *Tax Arguments* fu originariamente proposto da Rydqvist (1997) avendo però come unico riferimento la Svezia: esso infatti constatò che, data la notevole imposizione fiscale introdotta sin dai primi anni '80 dal governo svedese sul reddito da lavoro *versus* il *capital gain*, alle imprese svedesi risultò paradossalmente più vantaggioso retribuire i propri dipendenti tramite la distribuzione di "*appreciating assets*" rivendibili nel mercato dei capitali [Rydqvist (1997)]: per un certo lasso

³⁰⁸ Va specificato che tale teoria di Benveniste *et al.* (1997) si riferiva nello specifico alla procedura di *bookbuilding*: in base alle loro considerazioni un *underwriter*, privo di vincoli *post IPO*, in fase di *pricing* avrebbe potuto deliberatamente imporre un prezzo di offerta estremamente aggressivo, indipendentemente dalle opinioni raccolte dagli investitori istituzionali circa le loro idee sul valore dell'azienda. Quest'ultimi però, anticipando tale situazione, non avrebbero fornito un contributo veritiero in sede di *information gathering*: tuttavia il vincolo da parte degli *underwriter* di supportare la società anche una volta quotata si poteva fornire un ottimo segnale per il quale non era assolutamente nell'interesse degli *underwriter* sovrapprezzare le azioni, dal momento che gli stessi ci avrebbero successivamente rimesso il loro stesso capitale. Alla luce di quanto finora detto sembra che gli unici beneficiari di questa attività di stabilizzazione del prezzo siano gli investitori *professional*, quanto alla schiera *retail* non sembra sia necessario fornire attività di supporto considerato il loro inesistente contributo informativo. Di idea opposta erano invece Chowdhry&Nanda (1996) i quali consideravano gli investitori *retail* proprio i massimi beneficiari di tale attività. Per ulteriori approfondimenti sull'argomento si rimanda al relativo *paper*.

temporale queste si andarono quindi a sostituire alla corresponsione del classico salario, caratterizzato da un'eccessiva pressione fiscale.

Una delle papabili fonti di retribuzione alternativa, per ovviare a tale problema, furono proprio le *underpriced stocks* che in fase di IPO, come rilevato, vennero non casualmente allocate in via preferenzialmente dall'emittente ai suoi stessi dipendenti³⁰⁹. Si palesava pertanto una situazione di *trade off* tra i benefici fiscali ed i *dilution cost* associati all'*Underpricing*: come detto poco prima questa dipendeva fortemente dall'imposizione cui era soggetto l'emittente, la quale a sua volta derivava dalla dislocazione geografica dello stesso: ad ogni nazione corrisponde, ora come in passato, un differente regime fiscale.

Situazioni analoga venne rilevata alcuni anni più tardi da Taranto (2003), questa volta con *focus* di analisi sugli Stati Uniti: qui si rilevò che *manager* e dipendenti in possesso di *stock option* venivano, per imposizione giuridica, tassati in due turni:

- in primo luogo al momento di esercizio dell'opzione gli stessi venivano tassati sul delta tra lo *strike price* ed il *fair market value*;
- in secondo luogo al momento di vendita dell'azione - il cui possesso era stato ottenuto tramite l'esercizio dell'opzione acquisita - la tassa veniva calcolata sul *capital gain* dato dalla differenza tra il *fair market value* ed il prezzo di vendita.

Normalmente, considerato che nel contesto americano le imposte sul *capital gain*, oltre a essere temporalmente differite, erano tipicamente inferiori rispetto all'*income tax*, i *manager* tentavano di ottenere un *fair market value* il più basso possibile: alla luce dei particolarismi propri della legislazione fiscale US va specificato che quest'ultima considera l'*offering price* dell'IPO, invece che il prezzo effettivamente prevalente sul mercato, una valida approssimazione del *fair market value* nel caso di opzioni esercitate

³⁰⁹ Tuttavia questo incentivo di retribuzione tramite il collocamento di azioni sottoprezzate svanì nel nulla quando lo stesso Governo svedese impose un'*income tax* parimenti sul guadagno derivante da queste *underpriced shares*: questa mossa fu implementata anche al fine di interrompere tale pratica che aveva gradualmente preso sempre più piede. Non a caso quando questo obbligo divenne legge si assistette ad una drastica diminuzione dell'*Underpricing* che, ora, non aveva di fatto più alcun effetto benefico: da un valore medio del 14% tra il 1980 ed il 1989 all'8% tra il 1990 ed il 1994.

in congiunzione con un'IPO: pertanto non deve stupire che questo meccanismo abbia notevolmente incentivato la pratica di *Underpricing* delle azioni, inducendo la classe dei *manager* a sotto-prezzare volutamente le loro stesse *Shares*³¹⁰.

Ad ogni modo, sia che si guardi alla tematica del vantaggio fiscale secondo l'approccio proposto da Rydqvist (1997), sia nella chiave di lettura adottata da Taranto (2003), in entrambi i casi gli autori sono stati in grado di formulare queste teorie esplicative l'IPO *Underpricing*, solo ed esclusivamente attraverso delle analisi *ad hoc*, il cui punto di forza risiedeva proprio sull'identità della nazione presa a riferimento: da qui la parziale marginalità delle stesse se confrontate con altre proposte teoriche sul tema.

3.4. LE TEORIE SULL'ASSETTO PROPRIETARIO E SUL CONTROLLO

Da sempre considerato nodo cruciale per la sopravvivenza di ogni impresa, quello della separazione tra proprietà e controllo diviene ora argomento esplicativo l'IPO *Underpricing*, soprattutto considerato che proprio in sede di prima quotazione si assiste normalmente a tale processo di divisione tra le due dimensioni.

Originariamente Jensen&Meckling (1976) evidenziarono nel loro studio come una separazione incompleta potesse comportare un problema di agenzia: veniva infatti concessa ampia libertà ai *manager* non *shareholders* i quali, motivati da ragioni ben diverse rispetto alla massimizzazione del valore aziendale (attuabile ad esempio attraverso l'impiego di capitali in progetti profittevoli), avrebbero contrariamente utilizzato i fondi aziendali per il perseguimento di scopi di natura più prettamente egoistico-individuale, quale l'ottenimento di *private benefits*.

Paradossalmente questo filone teorico, applicato al contesto delle IPO, prende a sua volta due strade una opposta all'altra. Nell'intento infatti di utilizzare la dimensione dell'*Ownership&Control* quale esplicativa il fenomeno di *Underpricing*, autori differenti sono giunti a conclusioni diametralmente contrarie: se da un lato

³¹⁰ Quanto rilevato empiricamente da Taranto (2003) era coerente con quanto teoricamente sostenuto: egli infatti rinvenne una correlazione positiva tra le imprese le cui IPO *Shares* erano sottoprezzate e l'ammontare di *manager* e di *employee stock options* allocate: tanto maggiori erano queste ultime tanto più l'impresa sotto-prezzava le sue azioni. Per approfondimenti si rimanda al relativo *paper*.

Brennan&Franks (1997) interpretarono l'*Underpricing* quale strumento che andava ulteriormente ad enfatizzare il problema di agenzia, consentendo ai *manager* non *shareholders* di rafforzare la loro posizione all'interno dell'azienda, riducendo contestualmente al minimo l'azione di monitoraggio sugli stessi, dall'altro lato Stoughton&Zechner (1998) conclusero sostenendo l'esatto contrario, ossia affermando che l'*Underpricing*, comportando una maggiore attività di *monitoring*, si era rivelato un utilissimo mezzo di allineamento tra gli interessi dei *manager* a quelli degli investitori.

L'idea di partenza da cui prese avvio la teoria di Brennan&Franks (1997) - la prima fra le due citate - era di per sé estremamente intuitiva: secondo la stessa i *manager* delle aziende volutamente sottoprezzavano le azioni della loro impresa al fine di mantenere il controllo sulla stessa ed evitare contestualmente ogni azione di monitoraggio da parte di soggetti esterni. Alla base di questa strategia vi era per l'appunto l'*Underpricing*, strumento fondamentale impiegato in questo specifico caso al fine di creare un eccesso sul versante della domanda: proponendosi infatti sul mercato primario con un *offering price* estremamente vantaggioso i *manager* sarebbero stati obbligati a razionare l'offerta, distribuendo la totalità del monte azionario tra una pluralità di soggetti, tutti particolarmente interessati visto l'*appealing deal*.

Auspiciabilmente questi dovevano palesarsi quali *small shareholders*, cosicché gli stessi non potessero costituire una minaccia per il *management* aziendale: infatti difficilmente tanti piccoli azionisti avrebbero implementato una, seppur estremamente necessaria, azione di *monitoring*. Come risaputo infatti in questa situazione si viene a creare un problema di *free riding*, qui addirittura in duplice forma: *in primis* essendo l'attività di monitoraggio un bene pubblico la cui implementazione va a beneficio di tutti gli *shareholders*, nessuno avrebbe volontariamente impiegato proprie risorse patrimoniali a tale scopo, consapevole che poi ne avrebbe tratto vantaggio la totalità degli investitori³¹¹.

³¹¹ Eventualmente come evidenziato da Shleifer&Vishny (1986), se proprio la stessa fosse stata implementata di sicuro si sarebbe trattato di un'azione di monitoraggio certamente sotto i livelli di *first best*, proprio a causa di questo fenomeno di *free riding* che si palesa.

In secondo luogo la presenza di un azionariato diffuso limitava notevolmente la minaccia di un *hostile takeover* [Grossman&Hart (1980)] ai danni dell'azienda sotto analisi: questo permetteva ai *manager* di rafforzare ulteriormente la loro posizioni ed i loro comportamenti scorretti, non sentendosi gli stessi direttamente minacciati dalla possibilità di venir spodestati dal loro incarico. Se infatti i *manager* avessero allocato, contrariamente a quanto suddetto, *large stakes* a beneficio di pochi e selezionati investitori, quest'ultimi avrebbero potuto – indubbiamente – esercitare una certa pressione nei confronti degli stessi, promuovendo un'attenta azione di scrutinio e controllo al fine di verificare che le loro decisioni non arrecassero danno all'impresa.

Sulla base di queste considerazioni tale teoria pertanto sosteneva non solo che l'*Underpricing* fosse strategico, poiché permetteva la creazione di un eccesso di domanda, ma al contempo che i *manager* dovevano dimostrarsi in grado di allocare sagacemente le azioni tra i differenti candidati, selezionando i più innocui, i meno rilevanti.

Va tuttavia sottolineato che parallelamente a questa teoria se ne sono sviluppate altre alternative, in base alle quali le motivazioni sottostanti alla volontà di creare una forte dispersione della base azionaria potevano essere differenti dal semplice desiderio di proteggere i benefici privati. In questo senso Booth&Chua (1996), così come Zingales (1995), furono in grado di proporre chiavi di lettura del tutto diverse, sempre con riferimento al medesimo fenomeno. Se infatti era vero che:

1. da un lato, come sostenuto dai primi, era nell'interesse degli stessi *manager* allocare i titoli tra una platea diversificata di più individui, così da creare un mercato secondario delle azioni estremamente liquido e quindi facilmente gestibile [Booth&Chua (1996)];
2. dall'altro lato invece Zingales rilevò come un maggior numero di *shareholders* incrementasse, nell'eventualità di una vendita da parte dei *manager* delle loro stesse quote azionarie di controllo, il livello di concorrenza, permettendo a quest'ultimi di spuntare dei prezzi finali più elevati, poiché la domanda per

l'acquisizione di quei titoli sarebbe stata di fatto molto alta [Zingales (1995)]³¹². Quanto finora detto enfatizza il fenomeno di *Underpricing* quale strumento nelle mani del *management* per rafforzare i propri privilegi, assicurandosi *benefits* privati a danno dell'andamento aziendale. Tuttavia, come si accennava all'inizio di questo paragrafo, gli studi di Stoughton&Zechner (1998), a solo un anno di distanza dal *paper* dei loro colleghi, condussero ad una lettura completamente differente.

In base a quanto sostenuto dagli stessi in realtà l'*Underpricing* diveniva – in questa circostanza di separatezza tra *Ownership&Control* – un'arma per ridurre i costi di agenzia, consentendo una maggiore attività di *monitoring* verso i *manager* scialacquatori di risorse. Essi infatti riconobbero che potesse essere nello stesso interesse dei *manager* allocare le quote azionarie verso pochi *large shareholders*, cosicché quest'ultimi fossero in grado di frenare i comportamenti scorretti degli stessi implementando un adeguato sistema di monitoraggio e controllo.

Questa affermazione, di per sé paradossale, derivava dalla constatazione che, nonostante a prima vista i *manager* potessero sembrare i soggetti privilegiati da questa situazione di asimmetria, in ultima istanza erano in realtà coloro su cui gravava maggiormente il peso di tali costi di agenzia. Il fatto che a soffrirne fosse tutta l'impresa implicava parimenti che anche loro, in qualità di parte integrante l'azienda, ne avrebbero subito le conseguenze: quello cioè che a prima vista sembrava un guadagno di natura privata ottenuto a discapito degli altri *stakeholders* finiva con il ritorcersi contro gli stessi soggetti promotori sia in termini di minori guadagni in fase di IPO, che dal punto di vista reputazionale per l'azienda. La stessa infatti, dato il distacco netto tra chi la gestisce e chi la possiede, rischiava di venir percepita dal mercato quale entità

³¹² Sempre Zingales nel suo *paper* sostenne contestualmente che l'IPO poteva essere vista semplicemente come prima tappa di un processo ben più lungo, definito dallo stesso autore quale "*multi-period sell-out strategy*" o anche più comunemente conosciuta con l'espressione già enunciata al I capitolo di "*staged sales*". Al termine dello stesso si assisteva sostanzialmente ad un completo passaggio della proprietà e del controllo della società dalle mani dei fondatori a quelle di soggetti completamente differenti [Zingales (1995)]; tutto l'opposto pertanto di quanto sostenuto da Brennan&Franks (1997). Va specificato in questo senso che i dati empirici sarebbero più a favore di quanto rilevato da Zingales: a tal proposito si invita alla lettura di Pagano *et al.* (1998) che hanno analizzato tale fenomeno adottando un *focus* di indagine italiano dal quale è emerso corrispondenza con quanto sostenuto in tema di IPO e di *staged sales*. Per approfondimenti: Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., 1998. Why do Companies go public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 1 (1), 27-38.

estremamente instabile e vulnerabile, abbandonata alla volontà di un gruppo di *manager* poco professionali, per non dire scorretti.

Alla luce di quanto detto si veniva a creare un emblematico *trade off* tra i benefici goduti dai *manager* nel caso gli stessi disperdessero la proprietà in fase di IPO, ed i costi di agenzia successivamente sopportati dagli stessi per le loro azioni poco “ortodosse”: qualora quest’ultimi superassero i primi³¹³ conveniva al *management* ridurre volontariamente la propria discrezionalità, allocando le azioni a pochi *shareholders* esterni che avrebbero in tal modo avuto tutti i motivi e le risorse per avviare un’adeguata attività di monitoraggio, propedeutica a risanare le poco trasparenti procedure di presa delle decisioni aziendali.

Tuttavia riprendendo il concetto del *free riding* sopra esposto anche in tal caso, nonostante non si tratti più di una pluralità di investitori, bensì di pochi grandi entità, permane il fatto che il monitoraggio si configura quale attività costosa la quale, qualora implementata, andrebbe a beneficio di tutti, anche di coloro che non vi hanno contribuito monetariamente: è in questo senso che si inserisce l’*Underpricing*, in tal caso da interpretarsi quale strumento di convincimento. Qualora infatti l’investitore fosse stato dell’opinione che la quota azionaria assegnatagli non era delle dimensione o della qualità tale da giustificare un suo investimento nell’attività di *monitoring*³¹⁴, un ulteriore incentivo poteva essere rappresentato proprio da un’allocazione a condizioni economiche vantaggiose: sostanzialmente sotto-prezzata attraverso l’*Underpricing* [Stoughton&Zechner (1998)]³¹⁵.

Nonostante queste teorie appartengano, come già detto, al filone dell’*Ownership&Control* visto la loro natura, rimane il fatto che le diverse conclusioni

³¹³ Ovviamente questo dipendeva dalla dimensione della quota azionaria posseduta dal *manager*: tanto maggiore era quest’ultima, tanto più lo stesso avrebbe dovuto sopportare i costi di agenzia derivanti dal suo comportamento egoistico. Il *trade off* dipende *in primis* da questo dato [Stoughton&Zechner (1998)].

³¹⁴ Perché magari ritenuta non abbastanza diversificata [Stoughton&Zechner (1998)].

³¹⁵ Gli autori ci tennero a sottolineare che l’*Underpricing* - così come analizzato nel loro modello - non si configurava assolutamente quale costo opportunità: l’impresa infatti sarebbe stata comunque costretta ad immettere IPO *Shares* ad un valore inferiore rispetto al *fair value* anche qualora non fosse stata garantita la necessaria attività di monitoraggio. Gli investitori esterni avrebbero infatti anticipato i costi d’agenzia associati a tale mancanza, lasciando pertanto all’impresa quale unica via percorribile quella dell’abbassamento del prezzo azionario [Stoughton&Zechner (1998)].

alle quali giungono dipendono fortemente dal contesto istituzionale di partenza, incorporato nelle differenti ipotesi di base.

Se infatti da un lato il modello di Brennan&Franks (1997) si regge su un sistema di *pricing* a prezzo fisso e su una procedura di allocazione di tipo *pro-rata*, dall'altro lato invece Stoughton&Zechner (1998), anche alla luce delle recenti evoluzioni in materia, considerano il più recente e maggiormente diffuso meccanismo di *bookbuilding*. All'impresa viene quindi concessa larga discrezionalità in fase di allocazione azionaria: senza questa ipotesi l'intero modello sarebbe del tutto inapplicabile [Ljungqvist (2007)].

Inoltre quest'ultimo poggia il suo intero impianto esplicativo sul concetto di "internalizzazione" dei costi di agenzia da parte dei *manager*. Si suppone infatti che questi, a differenza del modello di Brennan&Franks (1997) nel quale tale considerazioni era del tutto assente, sopportino i costi d'agenzia da loro stessi prodotti: è proprio sulla base di questa considerazione che poggia l'intero modello di Stoughton&Zechner (1998) in termini di maggior *monitoring* e *controlling* verso il *management*. Diversamente, se i *manager* non subissero alcuna conseguenza dalle loro azioni, gli stessi non trarrebbero alcun vantaggio dall'agire come suddetto: si tratterebbe anzi di un comportamento estremamente controproducente³¹⁶.

Di nuovo emerge pertanto come le ipotesi di partenza siano fondamentali per poter fornire una spiegazione al controverso fenomeno dell'IPO *Underpricing*: in particolare entrambe le versioni sopra riportate fanno dell'elemento allocativo e di *pricing* il loro

³¹⁶ Oltre alle teorie sopra citate Aggarwal *et al.* (2002) hanno recentemente proposto un'ulteriore chiave di lettura del fenomeno dell'*Underpricing* sempre nel contesto di separatezza proprietà-controllo. Questa volta però lo stesso non viene più letto come uno strumento funzionale ad un qualsivoglia obiettivo, bensì diventa esso stesso un costo di agenzia per l'emittente. L'idea di base è che il *manager*, in fase di *pricing decision*, opti volutamente a sottoprezzare le azioni da lui stesso detenute (quindi andando apparentemente a nuocere se stesso oltre che l'intera impresa) per trarre profitto dalla vendita delle stesse una volta scaduto l'obbligatorio *lock-up period*. Va ricordato che con l'espressione *lock-up period* ci si riferisce all'accordo intercorrente tra i sottoscrittori i titoli azionari e la società emittente in base al quale agli *insiders* viene proibita la vendita per un prefissato arco temporale, normalmente di sei mesi. Gli autori infatti rilevarono che il rendimento registrato il primo giorno di contrattazioni a seguito dell'IPO creava un "*Information Momentum*" tra i partecipanti [Aggarwal *et al.* (2002)] che contribuiva ad un successivo aumento del prezzo azionario andando così a beneficio dei *manager* in fase di liquidazione delle loro posizioni una volta trascorso il *lock-up period*. L'*Underpricing* si configurava quindi per gli stessi quale male più che sopportabile al fine di conseguire questo guadagno prettamente individuale: nuovamente una situazione di azzardo morale. Per le evidenze empiriche si rimanda appunto a: Aggarwal, R.K., Krigman, L., Womack, K.L., 2002. Strategic IPO under-pricing, information momentum, and lockup expiration selling. *Journal of Financial Economics*, 66, 105-137.

key factor, per cui una modifica dello stesso porterebbe a conclusioni diametralmente opposte.

3.5. LE TEORIE COMPORTAMENTALI

Come già accennato nelle righe introduttive del presente capitolo questo filone di teorie ha in realtà guadagnato graduale terreno laddove i precedenti modelli, pur maggiormente assodati e stabili, fallivano la loro funzione esplicativa. L'impossibilità di ricondurre i 62 milioni (US\$) persi nelle IPO statunitensi - avvenute durante la *dot-com bubble* - a teorie quali l'asimmetria informativa o all'influenza di differenti assetti istituzionale o di proprietà, spostò l'interesse verso le cosiddette teorie comportamentali.

In questo senso va detto che per la sua stessa natura il contesto dei mercati finanziari, soprattutto il processo di prima quotazione, rappresenta terreno estremamente fertile per il proliferare di irrazionalità comportamentali [Ljungqvist (2007)]: già l'impossibilità di valutare l'azienda ed i suoi titoli basandosi sulla sua storia pregressa (poiché inesistente) o sulle poche e frammentate informazioni finora rese disponibili, concede molto spazio a decisioni prese più per impulso che sulla scia di influenze altrui.

Nonostante questo filone teorico sia ancora al suo stadio "primordiale" di configurazione [Ljungqvist (2007)], va tuttavia sottolineato come stia prendendo gradualmente piede anche per quel che concerne la spiegazione del fenomeno di IPO *Underpricing*.

Assunto di partenza di queste teorie è, come dice il nome stesso, mettere in dubbio uno dei capi saldi di tutti i modelli finora citati: la razionalità dei soggetti a diverso titolo coinvolti nel processo di prima quotazione. Questo con riferimento tanto agli investitori, mossi da motivazioni logicamente irrazionali quando si palesa la necessità di scegliere tra quali titoli investire, sia in qualità di emittenti, i cui comportamenti, è stato rilevato, possono andar soggetti a distorsioni di varia natura, sempre irrazionali.

Partendo dal primo gruppo di attori appena citati, la teoria di Welch (1992) dell'*Information Cascades* sembra sia potenzialmente in grado di spiegare il fenomeno

di IPO *Underpricing* quale conseguenza di un comportamento cosiddetto “a gregge” adottato dagli investitori [Welch (1992)]. A seguire verranno poi forniti i dettagli per le altre due correnti, sempre riconducibili alle teorie comportamentali, quali l'*Investor Sentiment* e la *Mental Accounting Theory*.

3.5.1. *The Informational Cascades*

Si tratta di un filone teorico estremamente intuitivo, basato su un processo di presa delle decisioni “a catena³¹⁷”, invece che a partire dalle informazioni raccolte mediante la costosa, e qui inesistente, attività di *Information gathering*.

Sostanzialmente si sostiene in questa analisi che, affinché si possano registrare successive SEO di successo, per l'impresa diventa fondamentale condurre una *initial sale* estremamente positiva. Welch (1992) attraverso i suoi studi³¹⁸ sostenne infatti che gli investitori inseritisi nella transazione solo successivamente al momento di prima quotazione si sarebbero lasciati guidare nella loro scelta esclusivamente considerando quanto eseguito dai loro predecessori, indipendentemente dalle opinioni ed informazioni parallelamente raccolte³¹⁹.

In quest'ottica è chiaro come il ruolo giocato dagli *early investors* si riveli estremamente importante, oltre che strategico, per l'impresa stessa: se infatti quest'ultimi accoglieranno positivamente l'IPO, questo fatto assicurerà una crescita considerevole sul versante della domanda per l'impresa quotata, con un orizzonte temporale indefinito [Welch (1992)]³²⁰.

³¹⁷ Ritter (1991) parlò addirittura di *bandwagon IPO effect*. Per approfondimenti si rimanda al relativo *paper*.

³¹⁸ Ipotesi fondamentale, alla base dell'intero modello, è che venga adottato, in fase di *pricing* delle azioni, un regime di prezzo fisso [Welch (1992)]: è questa la causa scatenante i comportamenti irrazionali degli investitori.

³¹⁹ Bikhchandani *et al.* (1992) analizzarono il sorgere di comportamenti imitativi basati sull'osservabilità della azioni mediante un *paper* specifico cui si rimanda per approfondimenti. Nel proseguo del paragrafo si farà spesso riferimento al concetto di “cascata informativa”: questa sostanzialmente si manifesta qualora sia osservabile solo il comportamento altrui. Il che implica che le azioni di un individuo verranno prese senza tener conto dei propri segnali privati, ma esclusivamente di quanto compiuto dagli altri soggetti: in questo contesto i segnali privati perdono di significatività, diventando pertanto non informativi.

³²⁰ E' il cosiddetto concetto della *positive cascade*: una volta innescata, la stessa continuerà per sempre [Welch (1992)].

Contrariamente, se sulla base delle informazioni detenute dai “primi” investitori, o per ragioni di altra natura, anche irrazionali, quest’ultimi non appoggiassero con la loro partecipazione il *Going Public Process* dell’azienda, allora questo comporterebbe l’insuccesso anche di tutte le sue successive immissioni di capitale: questo poiché, coerentemente con quanto espresso da tale teoria, i successivi investitori riterranno tale “non partecipazione” un segnale di monito a non investire in quella realtà industriale [Welch (1992)].

Alla luce di quanto testé illustrato emerge chiaramente come gli *early investors* possano esercitare un notevole potere nei confronti dell’emittente, considerando che gli stessi giocano un *key role* dal quale dipende l’intera riuscita dell’operazione: proprio in questo senso viene spiegato l’*Underpricing*. Esso viene cioè equiparato ad un qualsivoglia “premio” che i “primi” investitori esigono quale ricompensa per dare avvio, attraverso le loro acquisizioni azionarie, alla *positive cascade*³²¹: consci infatti dei notevoli danni che potrebbero causare all’*issuer* qualora disertassero l’IPO, tentano ovviamente di trarre il maggior vantaggio possibile da questa loro posizione privilegiata.

Anche in questo caso si viene a configurare una situazione in base alla quale i danni monetari cui si sta volontariamente sottoponendo l’emittente attraverso questo *Underpricing* risultano essere più che contro bilanciati dai conseguenti vantaggi che ne dovrebbero derivare allo stesso in termini di accoglienza positiva in fase di SEO.

3.5.2. Investor Sentiment e Mental Accounting Theories

³²¹ Va tuttavia sottolineato che le *cascades*, siano esse positive o negative, possono essere evitate attraverso l’implementazioni di adeguati meccanismi. Da un lato si può incidere sulla comunicazione consentendo agli investitori di interagire gli uni con gli altri e di scambiarsi informazioni cosicché alla fine le decisioni siano prese sulla base di oculate considerazioni e non per motivazioni illogiche. Tuttavia come lo stesso Welch rilevò (1992) questa possibilità va a discapito dell’impresa che si troverebbe infatti a soffrire della perdita del suo vantaggio informativo contro gli investitori: rimane in tal senso auspicabile una, seppur costosa, *cascade* di azioni. Parimenti consentire una libera comunicazione tra gli investitori rischierebbe di rendere di dominio pubblico un’eventuale informazione negativa sull’azienda, precedentemente detenuta da uno solo di questi. Dall’altro lato questo fenomeno di decisioni “a catena” può essere enormemente ridotto adottando il metodo del *bookbuilding* che, consentendo all’*underwriter* di individuare la curva ipotetica di domanda in assoluta segretezza, sulla base delle differenti *bids* raccolte (vedi I capitolo), permette di ridurre l’*Underpricing* associato [Welch (1992)].

Obiettivo di questo sotto paragrafo sarà fornire una descrizione esaustiva dell'una e dell'altra teoria, entrambe afferenti al filone delle teorie comportamentali.

Va tuttavia specificato che le stesse verranno qui illustrate congiuntamente poiché, trattandosi come testé detto di un filone nella sua fase iniziale di definizione, ancora molto deve essere verificato, indi per cui vi rimane poco di comprovato da dire, ma molto da verificare.

Nello specifico, per quanto riguarda la prima delle teorie sopra citate, si fa ancora riferimento agli investitori quali soggetti irrazionali nel processo di quotazione, al pari di quanto accadeva nell'*Information Cascades Theory* di Welch (1992). Tuttavia l'ipotesi di partenza in questo caso è differente: come espresso nel loro *paper* Ljungqvist *et al.* (2004), considerati autori emblematici di questa corrente, ipotizzavano l'esistenza di un gruppo di *sentiment investors* i quali - per loro natura - erano soliti accogliere molto entusiasticamente l'IPO *company*: essi infatti avevano aspettative molto elevate circa il futuro *trend* di crescita al quale ritenevano sarebbe andata soggetta l'azienda.

Ovviamente, vista la situazione e considerata la presenza nel mercato di questa schiera di investitori, obiettivo principale dell'impresa diventava indiscutibilmente quello di catturare questo *surplus* di valore, andando a massimizzare "*the excess valuation over the fundamental value of the stock*" [Ljungqvist *et al.* (2004)], così da trarre vantaggio da tale situazione di irrazionalità³²². Se da un lato si poteva ipotizzare che alla stessa impresa convenisse immettere nel mercato un notevole ammontare di titoli azionari allocandoli ai soggetti sopra citati, così da catturare questa maggior valutazione formulata dagli stessi, dall'altro bisogna ricordare che tale azione sarebbe in realtà andata a discapito dell'azienda stessa: un eccesso di offerta, come nello scenario testé descritto, non avrebbe fatto altro che deteriorare il valore dello strumento finanziario, portandolo ad un collasso nel prezzo. Conveniva pertanto che l'impresa procedesse imboccando una strada alternativa: trattenere le azioni in azienda per un determinato

³²² Si parla non a caso di irrazionalità poiché non sussistono motivazioni che giustifichino la presenza di questi *sentiment investors*, le cui opinioni circa il destino aziendale sono di crescita, profittabilità e stabilità della stessa: come dice il termine stesso si tratta solo ed esclusivamente di un *sentiment*, quindi di opinioni riconducibili ad un presentimento, ad una sensazione. Questo concetto non è nuovo nel mercato dei capitali.

periodo temporale, così da evitare una *value depression* delle stesse [Ljungqvist *et al.* (2004)].

Tuttavia questa strategia, ipoteticamente implementabile, si scontrava con vincoli reali di natura regolamentare sia relativi all'impossibilità di effettuare discriminazioni nel prezzo, sia in merito all'impossibilità di trattenere le azioni: per questo motivo diventava obbligatorio per l'impresa trovare una soluzione che permettesse di dismettere tali titoli.

Il modello proposto era basato su uno schema articolato in due *steps*: *in primis* allocare tali azioni ad un gruppo di investitori che, per distinguerli da quelli "*sentiment*", vennero definiti nello stesso *paper* quali "*regular*" [Ljungqvist *et al.* (2004)]. Successivamente il modello prevedeva che le stesse azioni fossero rivendute agli effettivi *sentiment investors* ad un prezzo mantenuto pari al precedente attraverso il consueto meccanismo di stretta sul versante dell'offerta: tuttavia va rilevato che in questa particolare fase di intermediazione erano i soggetti *regular* a sopportare il maggior rischio che la fase di *Hot Market*, che qui si stava ovviamente verificando, potesse concludersi prematuramente, senza aver concluso la transazione con la controparte *sentiment*, oramai scomparsa.

Proprio per ricompensarli di tale maggior rischio supportato gli stessi avrebbero potuto richiedere che le azioni allocategli dall'emittente fossero adeguatamente sottopreziate: di nuovo l'*Undepricing* viene visto anche in questo filone quale strumento necessario per assicurarsi la collaborazione di una certa cerchia di investitori, in questo caso i *regular*, visto il maggior rischio assunto dagli stessi³²³.

Tuttavia qui, a differenza che negli altri modelli precedentemente analizzati, non è necessario si verifichi una situazione di asimmetria informativa affinché si palesi questa situazione: il concetto di base, sul quale si regge l'intero impianto teorico, è

³²³ Tuttavia questa azione, nonostante ad una prima impressione possa sembrare controproducente per l'azienda, nella realtà dei fatti non lo è. Infatti il prezzo di collocamento si posizionerà comunque, anche in presenza di *Underpricing*, ad un valore superiore rispetto a quello effettivo: questo poiché lo stesso incorporerà il guadagno atteso dagli investitori *regular* dalla transazione di vendita con la controparte irrazionale [Ljungqvist *et al.* (2004)]. Quello che invece si verificherà è, coerentemente con quanto sostenuto da Ritter (1991), un rendimento negativo delle IPO *Shares* nel lungo termine, poiché alla fine il mercato riuscirà - con il tempo - a ricondurre il prezzo dell'azione al valore del fondamentale, quindi i due saranno perfettamente allineati.

l'irrazionalità degli operatori del sistema, unico vero motivo del palesarsi della situazione testé descritta.

Quanto finora detto con riferimento al filone delle teorie comportamentali ha evidenziato un'irrazionalità solo dal lato degli investitori: ciò nonostante, come si accennava nelle prime righe del paragrafo, la stessa può colpire anche soggetti differenti, nello specifico gli stessi emittenti. Questi infatti possono adottare comportamenti soggetti a distorsioni di natura mentale che, nel complesso, avvantaggiano notevolmente gli *underwriter* permettendo a quest'ultimi di ridurre al minimo gli sforzi profusi nell'espletamento delle loro funzioni, oltre che trarre innumerevoli benefici ad esempio dalle attività di *rent seeking* implementate.

Si sta facendo qui riferimento al più ampio concetto di *Mental Accounting*, originariamente teorizzato da Thaler (1985): secondo questo autore i soggetti prenderebbero decisioni economiche mediate da un vero e proprio processo "mentale-contabile" il quale, non essendo neutrale, induce nel soggetto comportamenti non del tutto coerenti col modello microeconomico neoclassico, basato invece sulla perfetta razionalità degli agenti economici. Sostanzialmente quello che si viene a sostenere è che il genere umano sia caratterizzato da una razionalità limitata a causa della quale lo stesso non sembra essere in grado di comprendere tutte le sfaccettature di una stessa questione, ma di averne solo ed esclusivamente una visione parziale.

Sulla base di questo concetto Loughran&Ritter (2002) formularono un'analogia teoria che, applicata all'universo delle IPO, aveva l'intento di verificare se tale anomalia comportamentale, in base alla quale i soggetti non erano in grado di comprendere la totalità delle conseguenze scaturite da una loro azione, potesse spiegare il fenomeno di *Underpricing*.

Fondamentale per il funzionamento di tale modello era l'assunzione che in fase di prima quotazione una parte della quota azionaria venisse trattenuta in azienda: senza questa ipotesi l'intera teoria non avrebbe visto la luce.

Sostanzialmente quello che i due autori andarono sostenendo era che gli emittenti accogliessero più favorevolmente i guadagni loro derivanti da un'impennata nel prezzo

delle azioni nell'*after market*, tralasciando invece il capitale perso inutilmente in fase di IPO a causa di un *offering price* eccessivamente prudentiale.

Vigeva pertanto la regola in base alla quale l'aspetto positivo dell'operazione di gran lunga offuscava quello negativo, andando così a minare la correttezza dell'analisi del processo: si giungeva pertanto a formulare considerazioni che non tenevano conto in egual misura dei *pro* e dei *contro* che erano invece scaturiti dalla situazione.

In pratica per l'emittente era più che sufficiente che il guadagno ipotetico derivante dall'innalzamento dei prezzi nella fase *post* IPO superasse la perdita derivante dall'*Underpricing*: questo bastava affinché l'*issuer* rilasciasse un *feedback* positivo sulla *performance* di IPO condotta dalla banca d'investimento³²⁴.

La ragione dell'*Underpricing* sarebbe quindi da ricercare nella psicologia comportamentale dei soggetti coinvolti nel *Going Public Process*, in questo specifico caso dell'*issuer*, incapace di analizzare correttamente la situazione.

Oltre modo va sottolineato che questa visione distorta dell'affare andava ad agevolare notevolmente l'*underwriter* il quale, non solo avrebbe potuto godere di vantaggi derivanti da eventuali attività di *rent seeking* messe in atto dagli investitori pur di assicurarsi l'allocazione delle azioni, ma, contestualmente, lo stesso avrebbe beneficiato, tramite questa soglia "accettabile" di *Underpricing*, della soddisfazione dei clienti acquirenti e dei CEO delle imprese emittenti, oltre che di una maggiore sicurezza del collocamento dei titoli sul mercato: tutti elementi che riducevano notevolmente gli sforzi profusi dallo stesso nell'espletamento delle sue funzioni.

Proprio in questo senso, al fine di verificare l'applicabilità del modello ideato da Loughran&Ritter (2002), Ljungqvist&Wilhelm (2003) studiarono il comportamento dei CEO delle imprese le cui azioni erano state offerte *underpriced* in fase di IPO.

³²⁴ Emblematico è in tal caso l'IPO di E-bay che, condotta emettendo 3,5 milioni di azioni al prezzo di 18 US\$ l'una, comportò una perdita di capitale per l'impresa di circa 103 milioni (US\$): alla chiusura del primo giorno di contrattazione infatti il prezzo delle E-bay *Shares* si collocò a 47,375 US\$, quindi con un delta di circa 30 US\$. Tuttavia il fondatore e presidente di E-bay non ebbe da lamentarsi, avendo visto crescere i suoi 15 milioni di azioni di 447 milioni (US\$). Di nuovo si palesa una distorsione mentale: questa è l'unica giustificazione ad una reazione tanto soddisfatta nonostante la notevole, oltre che dannosa, perdita di capitale.

I risultati dell'analisi mostrarono una tendenza dei CEO a non cambiare sottoscrittore per le successive SEO quando gli stessi erano rimasti soddisfatti dalla *performance* generata in fase di prima quotazione.

I risultati empirici ottenuti da Ljungqvist&Wilhelm (2003) evidenziarono quindi la validità della teoria del *Mental Accounting* nello spiegare l'IPO *Underpricing*: sostanzialmente lo stesso ha luogo a causa dell'incapacità dell'emittente di valutare l'operazione di prima quotazione attraverso una prospettiva di indagine ad ampio raggio, che analizzi tanto gli svantaggi che i vantaggi derivanti dall'operazione. Ovviamente a questo limite si aggiunge il comportamento poco corretto messo in atto dall'*underwriter* il quale, consapevole di tale incapacità del soggetto al vertice, cerca di trarne personale beneficio impegnandosi il minimo indispensabile.

3.6. APPLICABILITA' AL CONTESTO CINESE

Una volta fornita una chiara ed esaustiva *overview* delle varie teorie che nel corso degli anni sono state formulate con riferimento al fenomeno dell'IPO *Underpricing* nel contesto occidentale, si vuole ora procedere cercando di individuare quali di queste possano trovare applicazione contestualmente nel particolarissimo contesto cinese che è infatti l'effettivo terreno di indagine per questo elaborato.

Come già accennato precedentemente si sono verificati casi di parziale applicabilità di alcune delle teorie classiche: tuttavia questo implica che le stesse non sono state in grado di spiegare appieno gli eccezionali dati di IPO *Underpricing* che si sono registrati nel mercato cinese durante gli anni (vedi tabella H, I capitolo). All'interno di questa particolare realtà nazionale è risultato necessario prendere in considerazione elementi e dimensioni di analisi che gli studi finora riportati avevano del tutto ignorato poiché per gli stessi assolutamente inesistenti o irrilevanti: per tale motivo di questi elementi precipui di analisi ne verrà data una trattazione a parte, successivamente, non potendosi gli stessi ricollegare a nessuna delle teorie classiche precedentemente enunciate.

In tal senso basti pensare al, più volte enfatizzato, ruolo giocato dal Governo cinese nel panorama finanziario-industriale domestico: questo scenario era stato del tutto escluso in sede di formulazione delle teorie classiche di stampo occidentale, sostanzialmente

poiché non si configurava quale realtà ammissibile in quelle nazioni dove infatti l'intromissione governativa era di per sé inesistente.

Risulta chiaro quindi come sia necessario approfondire criticamente il fenomeno dell'IPO *Underpricing* cinese attraverso un'analisi *ad hoc*, che si vuole qui proporre.

Tuttavia, prima di procedere presentando questi modelli esplicativi calati esclusivamente su tale realtà, è opportuno, al fine di evitare la perdita di dettagli importanti nella trattazione dell'argomento, verificare il grado di applicabilità al contesto asiatico delle teorie occidentali già formulate sull'argomento, essendo le stesse non del tutto inutilizzabili. In questa direzione si sono mossi moltissimi autori [Chan *et al.* (2004), Chen G. *et al.* (2004), Chen Z. *et al.* (2007), Cheung *et al.* (2009), Chi&Padgett (2005), Chiou *et al.* (2010), Francis *et al.* (2009), Liu (2003), Mok&Hui (1998), Su (2004), Su&Fleisher (1999), Teshima&Suzuki (2008), Tian (2003), Tian&Megginson (2007), Yu&Tse (2003)] i quali hanno tentato, adottando - quasi nella totalità dei casi sopra citati - l'approccio di regressione classico basato sui minimi quadrati ordinari, di individuare il livello di applicabilità empirica delle differenti teorie occidentali al contesto cinese.

Sostanzialmente la procedura *standard* prevedeva che, date determinate variabili esogene che dovevano essere *proxies* di fattori quali l'asimmetria informativa o l'incertezza *ex ante*³²⁵, queste venissero fatte regredire sulla variabile oggetto di analisi: per l'appunto l'IPO *Underpricing*³²⁶.

Una volta formulato il modello agli autori non restava che verificare se le variabili effettivamente immesse fossero economicamente e statisticamente rilevanti, nonché se il loro segno fosse coerente con le aspettative e con quanto sostenuto dalle teorie occidentali.

³²⁵ Di fatto le stesse venivano spesso formulate *ad hoc* data la specificità del mercato finanziario cinese e del suo apparato istituzionale-regolamentare, per cui sarà difficile imbattersi in modelli di regressione le cui variabili esplicative siano le medesime utilizzate nel contesto occidentale, ad esempio per rappresentare la *Signaling Theory*.

³²⁶ Va specificato che, nonostante si sia più volte spiegato che per IPO *Underpricing* si intende, matematicamente parlando, il delta tra l'*offering price* ad il *closing price* registrato il primo giorno di contrattazioni ufficiali (spesso indicato come *raw initial return*), alcuni autori [Chi&Padgett (2005), Mok&Hui (1998)] hanno adottato quale variabile endogena da verificare il *Market Adjusted Initial Return*, ossia l'*Undepricing* al netto delle variazioni del relativo indice di mercato: questo per avere un dato più accurato e non sporcato dall'andamento dell'indice della relativa Borsa Valori. Ovviamente scegliere l'una o l'altra misurazione è una scelta fondamentale poiché essa rappresenterà il *benchmark* su cui basare l'intero modello di regressione. Per ulteriori approfondimenti si veda il IV capitolo.

Onde evitare di allungarsi eccessivamente nella trattazione di ogni specifico *paper*³²⁷, nonché nell'elencazione dei relativi risultati individuati dagli stessi, si procederà ora attraverso un'analisi incrociata degli esiti individuati, enunciando direttamente quali teorie occidentali abbiano trovato applicazione nel problematico contesto cinese e quali no. Per far ciò l'ordine di esposizione e di comparabilità sarà lo stesso adottato precedentemente con riferimento alla descrizione dei diversi filoni teorici: dall'asimmetria informativa fino ad arrivare alle teorie comportamentali³²⁸.

Partendo dal modello proposto da Rock (1986) circa la “*Winner's Curse*” la stessa teoria fu globalmente testata su tutte quelle realtà che prevedevano rigide regole di allocazione delle azioni, data l'importanza che tale modello riponeva nella continua partecipazione degli *uninformed investors*, e considerando che la stessa si poggiava su un metodo di allocazione delle azioni di tipo *pro-rata*.

Il panorama asiatico, complessivamente parlando, si dimostrò in tal senso terreno fertile di verifica presentando innumerevoli casi: Koh&Walter (1989) effettuarono per la prima volta in assoluto questo studio e lo fecero prendendo a riferimento le IPO avvenute nel mercato finanziario di Singapore.

Lo stesso dicasi per Chi&Padgett (2005) e Liu (2003) che formularono dei modelli di regressione volti, tra le altre cose, a verificare l'applicabilità di tale teoria alla realtà cinese. La maggiore difficoltà da questi riscontrata fu proprio individuare una *proxy* che adeguatamente rappresentasse questo elemento di asimmetria informativa: essi adottarono la *lottery winning ratio* intesa come la probabilità di ciascun individuo di vedersi allocare un titolo attraverso uno scrutinio casuale.

³²⁷ Si rimanda in tal senso ad una approfondita lettura degli stessi in modo da avere una più chiara visione di quanto verrà riassunto nelle righe successive.

³²⁸ Purtroppo con riferimento a quest'ultimo filone teorico non se ne riesce a dare trattazione calandolo nel contesto orientale; indi per cui l'analisi incrociata circa l'applicabilità empirica verrà eseguita rispetto a tutte le altre teorie classiche sopra enunciate ad eccezione di questa. Infatti quella delle teorie comportamentali rappresenta, come già detto, un approccio teorico già di per sé ad uno stadio embrionale per il contesto occidentale; ancor di più quando lo si cala nel contesto Cina. Per essere precisi solo Liu (2003) tentò parzialmente di analizzarlo, ma arrivò alla formulazione di risultati misti, quindi non particolarmente illuminanti. Tuttavia per ulteriori dettagli circa le *proxies* adottate dallo stesso si rimanda al relativo *paper*.

In realtà essi si aspettavano parimenti di registrare una correlazione negativa tra la *firm age* ed il livello di profittabilità della stessa con l'IPO *Underpricing*³²⁹: questi elementi infatti, coerentemente con quanto sostenuto da Rock (1986) e con quanto già testato negli studi precedenti [Su&Fleisher (1999)], avrebbero dovuto ridurre l'asimmetria informativa e, contestualmente, il livello di sotto-prezzamento necessario per assicurarsi la partecipazione dei meno informati.

Va detto che mentre Yu&Tse (2003), assieme a Chi&Padgett (2005) e Liu&Li (2000), trovarono evidenza empirica che la teoria della "Maledizione del Vincitore" poteva effettivamente spiegare parte del fenomeno di *Underpricing* cinese, in alcune indagini [Liu (2003), Teshima&Suzuki (2008)] l'applicabilità di tale modello risultò talmente debole dal punto di vista statistico da richiedere l'intervento di ulteriori analisi.

Per quel che concerne invece la ***Information Revelation Theory*** si rilevò [Liu (2003), Teshima&Suzuki (2008)] come effettivamente anche nel panorama finanziario cinese, così come già verificato empiricamente altrove, le IPO venivano sottoprezzate maggiormente qualora si utilizzasse il metodo del *fixed price* invece che quello di *bookbuilding*³³⁰. Questa constatazione si dimostrò quindi coerente con quanto sostenuto da Benveniste&Busaba (1997)³³¹ e da Spatt&Srivastava (1991) i cui studi erano giunti a tale conclusione, tuttavia partendo da un'analisi sul contesto occidentale. Ad ogni modo, contestualmente a tale rilevazione, si constatò nuovamente come la Cina fosse un caso a sé stante, una realtà assolutamente svincolata dal resto del mondo, che seguiva sue particolarissime regole: come già ribadito nel II capitolo infatti, per motivi legati

³²⁹ Oltre a queste variabili quali *proxies* del livello di asimmetria informativa, molto spesso sono state impiegate variabili quali la *size firm* (ovviamente ci si aspettava una relazione negativa con l'*Underpricing*) ed il *P/E ratio* inteso come elemento descrittivo per capire se un'impresa fosse una *value company* o una *growth company*. Si veda anche Chen Z. *et al.* (2007) sull'argomento.

³³⁰ Leggermente diversa fu invece la rilevazione empirica fatta da Su&Fleisher (1999) i quali constatarono che il livello di IPO *Underpricing* medio registrato nelle 308 IPO oggetto del loro campione risultava maggiore laddove si fosse utilizzato il *lottery system* invece di un sistema d'asta. Per chiarimenti si veda il relativo paragrafo nel II capitolo.

³³¹ Questi, più specificatamente, sostennero contestualmente che tutte quelle imprese maggiormente rischiose, o avvolte da un'aurea di incertezza considerevole, optavano preferibilmente per l'adozione del metodo del prezzo fisso: la motivazione per questa scelta si spiega da sola. Lasciare il processo di *pricing* nelle mani degli investitori, data la situazione di criticità in cui versava l'impresa, sarebbe stata una mossa alquanto controproducente per la stessa, che avrebbe infatti visto scoperti velocemente tutti i suoi aspetti più negativi [Benveniste&Busaba (1997)]. Questo studio, così come altre prospettive proposte riferendosi a differenti contesti geografici [Derrien&Womack (2003)], sottolineano pertanto come non si possa parlare univocamente di un meccanismo di IPO ottimale.

prevalentemente alla tipologia di investitori coinvolti nel mercato finanziario cinese, perlopiù *retail*, il *fixed price regime* rimaneva comunque il metodo più utilizzato in tale contesto, anche a fronte della rilevazione testé fatta in termini di **Information Revelation Theory** [Ma&Faff (2007)].

Yu&Tse (2003) verificarono una molteplicità di teorie sempre con l'intento di verificarne l'applicabilità empirica al contesto cinese: in questo senso essi partirono dal modello proposto da Baron (1982) e Baron&Holmström (1980) per comprendere se la teoria del **Principale-Agente**, formulata su base occidentale, potesse avere potere esplicativo anche nel contesto cinese: sostanzialmente essi conclusero che, considerando il ridotto potere di mercato esercitabile dagli *underwriter* in Cina, data l'elevata concorrenza esistente tra gli stessi oltre che la loro particolare origine appunto statale³³², e contestualmente, data l'elevatissima domanda di IPO *Shares*, per cui non si configuravano assolutamente problemi di allocazione, parlare di problema Principale-Agente con *rent seeking activities* o atteggiamenti di *moral hazard* – come precedentemente visto – era alquanto insensato.

Tuttavia Chen Z. *et al.* (2007) si ricollegarono a questo argomento proponendo un interessante studio sui costi di agenzia derivanti proprio dalla natura statale delle imprese cinesi: si trattava ovviamente di una tematica fino ad allora mai contemplata quale papabile causa dell'IPO *Underpricing* proprio poiché fortemente presente in questa nazione, ma non anche altrove³³³.

³³² Come già visto nel II capitolo lo stesso Tian (2003) aveva rilevato come la figura dell'*underwriter* in Cina non solo fosse normalmente un operatore domestico e non internazionale, ma al contempo avesse fortissimi legami con il Governo e con le istituzioni preposte al controllo e alla regolamentazione. Più nello specifico egli rilevò che moltissime delle banche di investimento che si apprestavano a fornire il servizio di *underwriting* erano banche solo di facciata: nella realtà si trattava di organizzazioni create *ad hoc* da entità governative provinciali o locali, con l'unico scopo di sottoscrivere alcune IPO. Lo stesso venne rilevato per l'appunto da Yu&Tse (2003) i quali nel loro *paper* non solo evidenziarono l'elevato numero di *underwriters* presenti nel contesto cinese (129 *underwriting firms* al 2003), ma come le stesse spesso avessero tra i propri azionisti di maggioranza entità governative, vuoi di emanazione provinciale, vuoi locale. Essi inoltre rilevarono le diverse nature degli *underwriter* in termini di molteplicità di soggetti abilitati a svolgere questa attività (da qui quindi il problema della notevole concorrenza): nel contesto cinese infatti potevano ottenere l'abilitazione a svolgere questa attività di supporto compagnie di investimento, filiali di banche commerciali, servizi pubblici, entità di natura privata finanziaria. L'importante rimaneva il controllo da parte del Governo, che doveva manifestarsi costantemente [Yu&Tse (2003)].

³³³ In tal senso si prosegue nella lettura del capitolo. Va tuttavia specificato che non furono gli unici a rilevare dei costi di agenzia associati alla presenza del Governo nella compagine societaria *post* IPO: di questo trattarono anche Chen G. *et al.* (2004) i quali sostennero che, contestualmente ad una elevata proprietà *state* o quasi-*state* il rischio di liquidità del titolo aumentava notevolmente e l'*Underpricing* si

Ampio scenario di indagine si apre nel contesto cinese con riferimento all'applicabilità della *Signaling Theory* [Allen&Faulhaber (1989), Grinblatt&Hwang (1989), Ibbotson (1975), Welch (1989)] alla nazione asiatica.

Considerando la particolare natura delle IPO in Cina, che, come più volte sottolineato, si sono prevalentemente configurate quali processi di privatizzazione condotti per volontà del Governo anche al fine di ottenere una solidità finanziaria per le SOE che versavano in situazioni disastrose, questo elemento getta una luce differente sulla teoria della Segnalazione.

Si viene infatti a palesare uno scenario fino ad allora non considerato dalle teorie di stampo classico testé descritte, che tuttavia potrebbe costituire un segnale importante: l'ingente *equity retention* da parte del Governo cinese in fase *post IPO*³³⁴.

Gli autori cinesi che si occuparono di considerare questo importante elemento nella loro indagine rinvennero tuttavia risultati contrastanti, a sottolineare la difficoltà insita nell'analizzare il complesso contesto cinese, in perenne e rapida evoluzione.

Mok&Hui (1998) in particolar modo ritennero questo elemento un fattore chiave nella spiegazione dell'IPO *Underpricing* in Cina, ma con effetti diversi a seconda che si trattasse di *A Shares* o *B Shares* IPO: cambiando infatti lo strumento finanziario emesso si andava a modificare parimenti l'identità dei soggetti coinvolti, nonché i relativi interessi in gioco.

Mok&Hui (1998) infatti ritennero che, coerentemente con quanto sostenuto da Keasey&Short (1992), un investitore di stampo internazionale avrebbe interpretato un

palesava quale strumento necessario per compensare gli altri investitori della maggiore rischiosità cui andavano incontro: gli autori pertanto sostenevano una relazione positiva tra le due grandezze partendo dall'assunto che gli azionisti statali o semi-statali agivano mossi da interessi differenti dal perseguimento della profittabilità aziendale, anche considerando che le loro azioni non erano negoziabili. Si trattava pertanto di un risultato opposto rispetto a quello, di cui si tratterà nel proseguo del presente paragrafo, formalizzato da Mok&Hui (1998) e da Chi&Padgett (2005).

³³⁴ Ci si ricollega in tal senso alla, già citata, "*Insider Signaling Theory*" di Leland&Pyle (1977), cui si rimanda. Contestualmente non vanno dimenticati i contributi da parte di Shleifer&Vishny (1998) che etichettarono la presenza del Governo nelle compagnie statali quotate come una *grabbing hand*, nel senso che lo stesso andava ad espropriare ricchezza agli altri azionisti. Di parere contrario furono invece Khwaja&Main (2005) i quali teorizzarono la cosiddetta *helping hand hypothesis*. Essi infatti sostennero che la presenza del Governo nella compagine azionaria della società potesse avvantaggiare la stessa grazie alla rete di connessioni politiche: a titolo esemplificativo tra i conseguenti *benefits* gli autori riscontrarono la possibilità per l'impresa di ottenere finanziamenti da banche statali a condizioni finanziarie agevolate.

elevata *equity retention* da parte del Governo quale sintomatico di rigidità, incertezza, illiquidità e scarsa negoziabilità del titolo in fase di *post-floatation*³³⁵.

Contrariamente, adottando un punto di vista domestico, gli investitori nazionali avrebbero potuto guardare positivamente questo fattore, interpretandolo come un segnale di impegno diretto da parte del Governo a condurre il *business* nella maniera più profittevole possibile, sulla scia di quanto teorizzato dalla *Original Owners Theory* di Beatty (1989): questo avrebbe conseguentemente ridotto il livello di incertezza insito nell'operazione e da qui anche quello di *Underpricing* necessario per attirare l'attenzione degli investitori.

Queste aspettative vennero effettivamente confermate dai dati empirici rilevati nel modello di Mok&Hui (1998): tanto maggiore era la presenza dello Stato nella compagine azionaria in fase *post IPO* tanto più questa avrebbe rispettivamente mitigato od accentuato il livello di *Underpricing* a seconda che si trattasse di A o B *Shares*.

Anche Chi&Padgett (2005) indagarono gli effetti – in termini di sotto-prezzamento - sortiti dall'ammontare di azioni detenute dallo Stato in fase *post IPO*³³⁶, tuttavia esclusivamente con riferimento alle A *Shares company*,

Nello specifico, essi rilevarono che tanto inferiore era la percentuale di azioni detenute dal Governo a seguito dell'emissione³³⁷ (e quindi parimenti tanto maggiore la quota azionaria venduta invece ad investitori esterni), tanto più elevato si dimostrava essere l'*Underpricing*.

Questo derivava dal fatto che, considerando il Governo quale soggetto informativamente privilegiato, conoscitore della qualità delle imprese emittenti e dei rischi insiti nelle operazioni di IPO, una sua presenza ridotta all'interno della compagine azionaria *post IPO* veniva interpretata come segnaletica di pericolo e di *bad deal*, indi

³³⁵ Si trattava sostanzialmente di quanto sostenuto anche da Chen G. *et al.* (2004): l'unico problema è che essi dimostrarono questa relazione non con riferimento alle B *Shares*, come fecero Mok&Hui (1998), ma nel tentativo di spiegare il fenomeno di IPO *Underpricing* delle A *Shares*, quindi il caso diametralmente opposto a quello testé riportato. Questo a dimostrazione della difficoltà insita in questo genere di analisi che spesso, come in questo caso, portano a risultati differenti o si dimostrano completamente inconsistenti.

³³⁶ Tuttavia va specificato che essi più che come variabile di segnalazione la interpretarono come valida *proxy* del grado di asimmetria informativa. Con riferimento alla Teoria della Segnalazione, per verificarne l'applicabilità, utilizzarono invece i dati di EPS oltre che il numero di SEO avvenute entro due anni dall'IPO.

³³⁷ Proposero quindi una lettura inversa rispetto all'approccio classico, ma tuttavia sempre coerente con quanto teorizzato, alcuni anni prima, da Mok&Hui (1998).

per cui l'*Underpricing* si palesava quale mezzo indispensabile per convincere gli investitori a partecipare ugualmente all'operazione³³⁸.

Vista contrariamente, tanto maggiore risultava essere la *State equity retention post IPO*, tanto meno sarebbe stato necessario sotto-prezzare, poiché la platea di investitori sarebbe stata rassicurata da questa notizia: il Governo, impegnandosi in prima linea attraverso una considerevole detenzione azionaria, stava implicitamente garantendo stabilità e solidità all'intera operazione, oltre che comunicare al pubblico la bontà dell'affare.

Tuttavia Chi&Padgett (2005), nonostante individuarono un'importante relazione tra la presenza del Governo nella compagine azionaria ed il grado di *Underpricing* sofferto dall'impresa, non trovarono invece conferma, assieme a Yu&Tse (2003) e Liu (2003), dell'applicabilità della "*Signaling Theory*" al contesto asiatico: questa, secondo i loro studi, non era sostanzialmente in grado di spiegare tale anomalia, a differenza di quanto avveniva se applicata al contesto occidentale³³⁹.

Non tutti gli autori ad ogni modo giunsero alla medesima conclusione: i precedenti studi di Su&Fleisher (1999), adottando un differente approccio, rilevarono che anche l'*Underpricing* nella nazione asiatica, era, come sostenuto dalle teorie classiche, funzionale ai fini di segnalazione delle imprese *high quality*.

Essi giunsero a tale differente risultato poiché impostarono in maniera diversa l'indagine: sostanzialmente ritennero più opportuno creare un modello di regressione che analizzasse la teoria della segnalazione indagando il legame sussistente tra IPO e successive SEO³⁴⁰, invece che considerare l'aspetto della partecipazione governativa

³³⁸ Ci si ricollega direttamente a quanto proposto da Myers&Majluf (1984) i quali sostenevano che qualora i *manager* di un'impresa, soggetti informativamente privilegiati, avessero avviato un processo di emissione azionaria, questa veniva interpretata negativamente dagli investitori: si doveva infatti trattare per forza di azioni sopravvalutate, altrimenti il *management* non avrebbe avuto alcuna convenienza a procedere in tale direzione: emettere infatti azioni sotto-prezzate sarebbe stato deleterio per l'azienda stessa.

³³⁹ I coefficienti infatti associati all'EPS e alle SEO si dimostrarono non statisticamente rilevanti [Chi&Padgett (2005)].

³⁴⁰ In questo senso va rilevato che le SEO erano fenomeno molto comune in Cina anche alla luce dell'inesistenza di un *corporate bond market*, sviluppatosi solo più tardi: basti pensare che circa il 91% delle imprese quotatesi prima del luglio 1994 diedero vita ad un'emissione azionaria secondaria prima del 1 gennaio 1996 [Su&Fleisher (1999)]. Questo dato non deve stupire trattandosi di una delle vie, assieme all'IPO, più "*cost efficient*" per raccogliere capitale.

quale sintomatico un equilibrio di separazione: questo differente approccio alla questione portò a registrare dati differenti, che supportarono l'equilibrio di separazione quale esplicativo l'IPO *Underpricing* cinese³⁴¹. Anche Chen G. *et al.* (2004) si mossero in questa direzione andando ad indagare la relazione esistente tra IPO *Underpricing* e le SEO avvenute nei due anni successivi alla quotazione: essi si aspettavano una relazione positiva che venne effettivamente convalidata dal loro modello empirico.

Infine, per quel che concerne l'ultima delle teorie afferenti al filone dell'asimmetria informativa, la stessa pose non pochi problemi in fase di verifica empirica: risultava infatti difficile individuare una *proxy* che adeguatamente rappresentasse il livello di **incertezza *ex ante***.

I molteplici tentativi portarono autori quali Chi&Padgett (2005) e Su&Fleisher (1999) ad utilizzare rispettivamente la *floatation size* e la capitalizzazione di mercato dell'impresa quali rappresentativi l'inverso dell'incertezza: gli stessi autori attendevano pertanto una correlazione negativa tra le suddette variabili e l'IPO *Underpricing* cinese, coerentemente con quanto teorizzato da Beatty&Ritter (1986): maggiore infatti era la portata dell'emissione azionaria più questo fattore doveva fungere da riduttore dell'incertezza e conseguentemente dell'*Undepricing*.

Contrariamente, autori quali Mok&Hui (1998) e Yu&Tse (2003) adottarono *proxies* differenti: i primi testarono l'inverso del nuovo capitale raccolto quale rappresentativo l'incertezza, Yu&Tse (2003) invece impiegarono diverse variabili tra cui la *age firm*³⁴² e l'*offer size*, quest'ultima dimensione per l'appunto replicata qualche anno più tardi nel modello di Chi&Padgett (2005).

La difficoltà insita in questo genere di rilevazione dipendeva prevalentemente dal ragguardevole livello di incertezza che caratterizzava la fase preparatoria al processo di

³⁴¹ Tuttavia questo non risultò valido con riferimento alle B *Shares*. Per approfondimenti si veda il relativo *paper* di Su&Fleisher (1999).

³⁴² L'idea di base è che tanto più l'impresa ha una storia alle spalle tanto minore dovrebbe essere l'incertezza che la circonda e quindi il connesso *Underpricing* registrato. Tuttavia va precisato che in Cina si assiste ad un'altra particolarità nella modalità di calcolo della *age firm*: sostanzialmente invece di guardare all'effettivo anno di fondazione dell'impresa molto spesso si prende come anno di riferimento quello di riorganizzazione della stessa, distorcendo quindi il valore in senso peggiorativo: società con anni di storia alle spalle risultano, secondo questo calcolo, pressoché di nuova creazione.

prima quotazioni in Cina, ben maggiore rispetto alle altre realtà del contesto americano-europeo.

Partendo ad esempio da un elemento fondamentale, ossia la trasparenza delle informazioni fornite al pubblico, va ricordato, come già accennato al II capitolo, che gli *auditing standards* in Cina si collocavano rinomatamente a livelli estremamente bassi [Aharony *et al.* (2000)], elemento che di per sé ha condotto ad innumerevoli casi di manipolazione dei dati e a falsi in bilancio.

Nello specifico, oltre ad aver constatato nel II capitolo che normalmente le imprese quotande cinesi non si avvalevano di *auditor* di caratura internazionali³⁴³ per motivazioni *in primis* legate alla volontà di minimizzazione dei costi, in secondo luogo ad una minore severità delle controparti nazionali nei controlli contabili³⁴⁴, va anche sottolineato come i requisiti di *Disclosure* delle informazioni fossero estremamente meno rigorosi rispetto alle controparti occidentali.

Sostanzialmente l'unico strumento nelle mani degli investitori, che, ricordiamo, nel contesto cinese sono prevalentemente *retail* e quindi deficitano notevolmente sul versante delle conoscenze tecniche, era il prospetto di IPO che, la maggior parte delle volte, veniva redatto in maniera estremamente approssimativa e quindi spesso opaca.

Questo si verificava poiché, soprattutto per quel che concerne le *A Shares company*, le stesse erano tenute ad osservare esclusivamente il rispetto dei principi contabili cinesi

³⁴³ Lo stesso dicasi per la figura degli *underwriter* i quali molto raramente in Cina sono assunti attingendo dallo scenario internazionali: come già detto nella quasi totalità dei casi si tratta non solo di istituzioni domestiche, ma anche con notevoli legami di natura governativa, quasi si trattasse di una diramazione del Governo. Tuttavia va sottolineato che UBS è da poco entrata, al pari della già presente Goldman Sachs, nella schiera degli *underwriter* di fama internazionale con riferimento alle quotazioni nei principali listini borsistici cinesi.

³⁴⁴ Da questa informazione sorgono spontanee delle riflessioni in merito all'applicabilità dell'*Advising Agent Theory* citata poche righe prima. Non deve infatti stupire che la stessa non trovi applicazione nel contesto cinese, considerando quanto appena enunciato. Raramente infatti le imprese cinesi si sono dotate, per essere supportate durante il processo di prima quotazione, di *partner*, siano essi *auditor*, ma anche *underwriter*, di fama internazionale. Soprattutto nelle *A Shares company*, considerando il regime di redazione contabile estremamente semplificato cui le stesse sono sottoposte, non risultava assolutamente conveniente assumere società di revisione contabile afferenti al gruppo delle *Big 4* (Deloitte, Ernst&Young, PWC, KPMG). Esse si fanno affiancare da figure ben meno rilevanti, normalmente *partner* locali statali o *ex statali*, indi per cui la loro presenza non è assolutamente funzionale alla riduzione dell'incertezza connessa con l'operazione di prima quotazione. Stesso dicasi per la figura degli *underwriter* che, nonostante possano aver condotto egregiamente l'operazione di IPO, si configuravano quali piccole realtà locali e spesso addirittura assegnati alle imprese per ragioni di natura geografica: questi elementi non permettevano pertanto di considerarli quali fattori rilevanti in termini di riduzione dell'incertezza. A conferma di quanto finora detto lo stesso studio di Yu&Tse (2003) rilevò l'impossibilità di applicare al contesto cinese l'*Advising Agent Theory*.

(RPC GAAP), notevolmente meno stringenti e severi se confrontati con quelli internazionali (IAS): da qui il notevole problema di incertezza insita nel documento diffuso tra il pubblico, per questo motivo informativamente ridotto oltre che spesso riportante dati errati, visto la natura della figura dei *manager*.

Aharony *et al.* (2000) infatti rilevarono come questo elemento di insufficiente severità nella redazione contabile venisse ulteriormente peggiorato dalla constatazione che i *manager* delle imprese fossero spesso figure assurte a tale carica per volontà dello Stato e quindi del tutto sprovviste dell'*expertise* necessaria per la redazione dei relativi documenti contabili. Si verificarono inoltre casi nei quali lo stesso *management* manipolò a rialzo i propri dati finanziari al fine di incrementare le possibilità per la propria impresa di essere selezionata in fase di scelta delle realtà industriali ammesse a quotazione. Ancora, si assistette ad episodi - documentati - nei quali il Governo, in qualità di azionista di maggioranza, supportò il *management* affinché modificasse strategicamente i dati relativi ai guadagni, così da spuntare un più elevato *offering price* in fase di IPO. In qualsiasi modo la si voglia vedere quello che emerge era una notevole manipolazione anche di quelle poche informazioni a disposizione del pubblico, le quali teoricamente avrebbero dovuto rappresentare nitidamente la situazione aziendale.

Tuttavia, al di là di queste – seppur importanti – riflessioni sull'argomento, i dati empirici complessivamente raccolti sostennero la teoria dell'incertezza *ex ante* quale esplicativa l'IPO *Underpricing* cinese: riuscire a ridurre l'incertezza che caratterizza i momenti antecedenti l'effettiva quotazione si dimostrò - anche nel contesto cinese - estremamente utile al fine di mitigare la magnitudine del sotto-prezzamento.

Con riferimento invece all'applicabilità del secondo filone di teorie classiche, quello afferente a ragioni di natura istituzionale, come già allora sottolineato lo stesso perde il suo potere esplicativo quando il *focus* di analisi cambia il suo asse geografico.

Non deve pertanto stupire riscontrare che delle tre forme teoriche proprie di questo filone nessuna trovi terreno fertile di applicazione nel particolare contesto cinese.

Partendo dalla prima delle tre, la cosiddetta *Litigation Risk Theory* o anche conosciuta come *Legal Insurance* o *Lawsuit Avoidance Hypothesis*, è necessario un esplicito

riferimento al contesto storico cinese. Come già ampiamente spiegato nel II capitolo la nazione asiatica si dotò di una *Security Law* ufficiale solo a partire dal 1999, quindi ben nove anni dopo la creazione delle Borse Valori ufficiali: alla luce di questa riflessione risulta pertanto assolutamente impossibile che, per lo meno durante questo arco temporale di legislazione assente, la possibilità di essere citati in giudizio possa aver costituito nel contesto cinese un elemento economicamente rilevante per spiegare l'IPO *Underpricing*.

Tuttavia, anche una volta entrata in vigore la legge, questa possibilità non ha assolutamente cambiato la realtà dei fatti: merita in tal senso sottolineare che il mercato finanziario cinese è stato protagonista nel passato di innumerevoli scandali finanziari, vuoi causati da casi di corruzione tra gli operatori coinvolti³⁴⁵, vuoi per gravi vizi di forma nei documenti finanziari delle società, vuoi per situazioni di *insider trading*.

Ciò detto il timore per la società colpevole di tali comportamenti scorretti, di venir coinvolta in una procedura legale a suo carico non è mai stata una minaccia reale nel contesto cinese.

Questo dipendeva in primo luogo dalle regole che governano le Borse Valori nazionali: sia per quel che riguarda la quotazione nel listino di Shanghai, Borsa Valori rinomatamente più rigida e severa, che in quella di Shenzhen³⁴⁶, viene infatti fatto esplicito divieto ad entrambe le società che gestiscono le Borse di impartire un qualsivoglia provvedimento punitivo a fronte di comportamenti scorretti adottati dai vari partecipanti. L'unico, tra l'altro irrisorio, strumento che viene concesso alle stesse è quello di pubblicare un documento di "pubblico rimprovero", quale strumento per far risaltare le azioni fraudolente commesse dall'impresa corrotta; nulla di più.

In tal senso anche il CSRC, che, come visto, è l'unico organo regolatore espressamente riconosciuto dalle autorità cinesi (ragion per cui ci si aspetterebbe che almeno lo stesso

³⁴⁵ In questo senso si prosegue nella lettura del paragrafo con lo studio di Chen Z. *et al.* (2007) e di Teshima&Suzuki (2008)

³⁴⁶ Il riferimento è volutamente a queste sole due Borse per quanto detto nel II capitolo: sostanzialmente la Borsa di Hong Kong, pur rientrando tra le Borse cinesi, gode di caratteristiche e di un passato storico tali da non renderla interessante in termini di studio dell'IPO *Underpricing* cinese: i relativi dati ivi registrati si attestano a valori assolutamente in linea con la media. In tal senso si rimanda alla lettura della tabella H del I capitolo.

possa intervenire pesantemente nella situazione) è dotato in realtà di un potere punitivo estremamente ridotto, per non dire del tutto irrilevante³⁴⁷.

Ricollegandosi a quanto testé detto lo stesso Su (2004) evidenziò, attraverso la sua analisi, come anche i costi derivanti dalla bancarotta giocassero un ruolo nullo nell'influenzare il prezzo di IPO: l'eventualità infatti che si potesse verificare una situazione del genere, ossia che a seguito di un procedimento legale venisse dichiarata la bancarotta dell'impresa, era talmente ridotta che non aveva neppure senso discuterne. Mancando infatti un solido impianto legislativo che regolasse a monte tutti questi episodi di scorrettezza, le eventuali conseguenze punitive non si sarebbero mai potute verificare o tutt'al più in una forma talmente debole da non rappresentare alcuna reale minaccia [Su (2004)].

In sostanza, considerati gli irrisori costi legali cui erano soggette le imprese quotate a causa dell'assenza di un adeguato sistema deterrente, questo ci porta a concludere che la teoria suddetta non sia assolutamente applicabile al contesto cinese, neppure parzialmente.

Il dettaglio d'analisi qui adottato per verificare l'applicabilità alla Cina della *Litigation Risk Theory* non sarà tuttavia necessario per testare le altre due ipotesi del filone delle teorie istituzionali, potendo procedere in maniera più celere:

1. se da un lato si è infatti parlato dell'attività di **stabilizzazione pel prezzo** azionario quale causa scatenante, per lo meno in Occidente, la registrazione di IPO sotto-prezzate [Ruud (1993)], dall'altro va sottolineato come questa possibilità non sia assolutamente concessa nei mercati finanziari cinesi, essendo la stessa attività del tutto vietata. Sostanzialmente ci si trova a non dover testare questa ipotesi dal momento che il caso non sussiste a priori per motivi di ordine regolamentare-legislativo;
2. di ugual ragione è la causa per la quale non ha senso applicare la teoria del **vantaggio fiscale** al contesto cinese. Quello delle tasse in particolar modo è un

³⁴⁷ Il dato più elevato fino ad ora registrato riguarda una penalità di circa 20.000 GBP, senza in realtà palesarsi per l'impresa colpevole alcun rischio di incorrere in una causa legale. Da questa rilevazione non stupisce quindi che la *Lawsuit Avoidance Hypothesis* non abbia molto senso se applicata al contesto cinese: sostanzialmente è una minaccia genericamente inesistente ed in quanto tale essa è statisticamente ed economicamente irrilevante per la spiegazione dell'IPO *Underpricing* di questa nazione.

argomento fortemente connesso con la nazione che si va ad analizzare: in tal senso la Cina, a differenza di molte delle sue controparti europee o americane, non applica alcun tipo di imposizione fiscale sul *capital gain* derivante dalla vendita di *securities*. Alla luce di tale realtà anche in questo caso non ha alcun senso parlare di applicabilità di tale teoria che per l'appunto spiega l'IPO *Undepricing* quale strumento per affrontare un prefissato regime fiscale.

Riferendosi invece al macro filone delle teorie legate all'*Ownership&Control* quale causa dell'IPO *Underpricing*, anche in questo caso è stata rilevata – da alcuni autori – un'inapplicabilità di tale teoria al contesto cinese, dovuta alla particolare composizione del suo azionariato (prevalentemente nelle mani del Governo), nonché alle figure addette all'espletamento delle funzioni manageriali all'interno dell'azienda.

Sostanzialmente quello che i vari autori rilevarono attraverso le loro analisi fu che il contesto cinese non presentava ingenti problemi di agenzia legati per l'appunto alla separazione proprietà-controllo: nella realtà empirica infatti quello che si rilevava era che, nonostante il *Going Public Process* avesse avuto luogo, il livello di *State equity retention* rimaneva assolutamente dominante e quindi non si assisteva a casi plateali di divisione tra le due dimensioni, come invece avveniva nel contesto occidentale.

Tale concetto venne ulteriormente ribadito anche da Su (2004) attraverso queste parole estremamente esplicative della situazione cinese: “*The degree of separation of ownership and management is quite low in newly privatized Chinese firms. The average fraction of the number of A-shares sold to the public in our sample is merely 30% of a firm's total equity and the average fraction of shares retained by the government is 45%. [...] Typically being the largest stakeholder, the Chinese government has tremendous amount of influence over the selection and dismissal of managers, and serves to check managerial performance. Agency problems have little effect on pre-IPO leverage decisions.*”

Come si evince pertanto la notevole ingerenza governativa, sia in merito alla selezione e al controllo esercitato sui *manager*, oltre che per la presenza percentuale sul totale delle

azioni emesse, non consente propriamente di testare tale teoria dei costi di agenzia quali causa scatenante l'IPO *Underpricing*³⁴⁸.

Va oltretutto precisato che nel modello teorico proposto da Brennan&Franks (1997) l'*Underpricing* diveniva funzionale ai *manager* per creare un eccesso di domanda e poter quindi razionare le azioni favorendo, nell'allocazione, gli investitori più piccoli e quindi più innocui in termini di *monitoring*: questo non era assolutamente necessario nel panorama cinese dove la domanda superava già abbondantemente l'offerta, per cui non era assolutamente richiesta l'adozione di tali meccanismi visto gli innumerevoli episodi di *Oversubscription*. Inoltre, come rilevato da Yu&Tse (2003), entrambe le teorie classiche proposte [Brennan&Franks (1997), Stoughton&Zechner (1998)] facevano perno, per il loro funzionamento, sulla possibilità di razionare le azioni tra il pubblico di investitori, distinguendo tra gli *small* ed i *large investors*: questo tuttavia non era consuetudine nel panorama cinese, dove non vigevano tali procedimenti di razionamento, o per lo meno non con i medesimi scopi.

Va tuttavia precisato che, come si accennava alcune righe prima, Chen Z. *et al.* (2007), pur adottando una diversa chiave di lettura, proposero un'analisi parzialmente collegata, seppur in senso contrario, a quanto testé detto: essi misero in risalto l'esistenza in Cina di particolari costi di agenzia, derivanti per l'appunto dalla notevole *State Ownership*, e rilevarono come gli stessi comportassero la registrazione di un maggiore IPO *Underpricing* per tutte quelle SOE che si accingevano a quotarsi: gli autori pertanto prospettarono una situazione di maggior sotto-prezzamento per le PIPO e non per le IPO³⁴⁹.

³⁴⁸ In tal senso va rilevato che anche l'altra teoria classica basata sui costi di agenzia, conosciuta con il nome di *lock up period theory* [Aggarwal et al. (2002)] non trova applicazione nel contesto finanziario cinese. Ciò dipende in prima istanza dalla natura dell'impresa: se, come già detto, solo il 10% circa delle aziende quotatesi in Cina erano, ancor prima di procedere con la quotazione, delle realtà private, questo implica che il restante 90% è di natura statale. Ovviamente - come già sottolineato - è il Governo a selezionare il *manager* che, il più delle volte, non solo è un ufficiale con cariche anche governative, ma non è autorizzato a detenere partecipazioni azionarie nell'azienda né *stock options*, questo per particolari imposizioni statali. In quest'ottica risulta quindi chiaro come non abbia alcun senso parlare di scadenza del *lock up period*, periodo al termine del quale, nella realtà occidentale che aveva fornito la base per la formulazione di tale teoria, i *manager* possono trarre vantaggio dalla vendita delle azioni da loro detenute. Yu&Tse (2003), tramite il loro modello, trovarono parziale conferma di questo risultato, anche se riscontrarono molti problemi in termini di *data collection*.

³⁴⁹ Questo tra l'altro si ricollega ad alcuni studi di confronto condotti tra IPO *Underpricing* e PIPO *Underpricing* che verranno citati in seguito [Dewenter&Malatesta (1997), Menyah&Paudyal (1996),

3.6.1. IPO&PIPO

Nonostante la finestra di analisi incrociata tra le teorie classiche e la realtà cinese si sia qui conclusa (come già detto non sarà infatti possibile fornire alcun tipo di risultato indicativo l'applicabilità delle teorie comportamentali al panorama cinese³⁵⁰) è bene fornire maggior dettaglio proprio in merito al già citato fenomeno delle PIPO, molto diffuso prevalentemente nel contesto cinese e di cui si è appena accennato.

Alcuni autori [Dewenter&Malatesta (1997), Menyah&Paudyal (1996), Paudyal *et al.* (1998), Perroti&Guney (1993)], constatarono come le stesse soffrissero, a livello mondiale, di un maggiore *Underpricing*, se confrontate con i risultati registrati per le IPO delle controparti private. Nello specifico Menyah&Paudyal (1996) si focalizzarono sulla realtà delle PIPO inglesi e rilevarono come le stesse facessero registrare un *Underpricing* medio del 38,7%, quindi ben al di sopra del 3,5% rilevato a livello di settore privato.

Questo dato tuttavia non è neppure lontanamente comparabile con quanto registrato in Malesia, dove Paudyal *et al.* (1998) nel confronto tra 18 PIPO e 77 IPO, rilevarono un *Underpricing* delle prime del 103,5% contro un 52,5% delle seconde.

Più genericamente in uno studio condotto da Choi&Nam (1998) su un totale di 30 nazioni venne effettivamente rilevata una tendenza a registrare casi di maggior sotto-prezzamento laddove si trattasse di IPO-privatizzazioni più che di *Going Public Process* che coinvolgessero imprese private.

Questa considerazione aprì un'interessante - e fino ad allora non contemplata - tematica circa la possibilità che anche tale fattore, non considerato in alcuna delle teorie classiche precedentemente illustrate, potesse costituire una fonte di spiegazione al fenomeno di sotto-prezzamento registrato nella nazione cinese, ove, come già detto, i casi di PIPO erano davvero innumerevoli.

Paudyal *et al.* (1998), Perroti&Guney (1993)]. Inoltre per ulteriori chiarimenti circa lo studio di Chen Z. *et al.* (2007) si rimanda al proseguo del presente paragrafo, dove tale teoria verrà trattata dettagliatamente.
³⁵⁰ In realtà alcuni autori [Chiou *et al.* (2010)] hanno inserito nei loro modelli di regressione delle variabili di controllo che cercassero, almeno lontanamente, di approssimare il concetto della cascata informativa di Welch (1992): tuttavia si è trattato per l'appunto di un tentativo, tra l'altro non estremamente riuscito.

Tuttavia tale evenienza non è stata rilevata in maniera univoca in Cina dove, se da un lato autori quali Chen Z. *et al.* (2007) e Teshima&Suzuki (2008) hanno effettivamente riscontrato questa anomalia (si proceda nella lettura per approfondimenti), altri ricercatori non sono giunti alla medesima conclusione.

In particolare fu proprio Tian (2003) che nel suo *paper* svolse un'approfondita analisi con questa ottica di indagine: tuttavia egli non rilevò alcun tipo di differenziale di prezzo - e tanto meno di delta dello stesso - riconducibile alla natura dell'operazione, se inserita cioè in un più ampio processo di privatizzazione oppure no: sia che si trattasse di IPO o PIPO il dato rimaneva allarmisticamente elevato anche se, nel corso degli anni, si era assistito ad un graduale miglioramento in termini di minor *Underpricing*.

Si viene pertanto a palesare anche qui, come in alcuni casi precedentemente citati, un'ulteriore situazione di conflitto tra risultati, elemento dal quale si evince la difficoltà ad indagare e comprendere appieno le dinamiche che governano il panorama di IPO cinese, soprattutto in termini del fenomeno che qui rileva maggiormente, ossia l'*Underpricing*.

3.6.2. Teorie riconducibili alle *Chinese Characteristics*

Conclusasi definitivamente la parte di confronto con le teorie occidentali, si procederà ora approfondendo aspetti finora del tutto inesplorati, poiché caratterizzanti esclusivamente questa particolare nazione asiatica: è infatti indubbio che l'analisi finora proposta si presenti quale assolutamente incompleta, mancando tutta la parte di analisi delle "*Chinese variables*" che potrebbero ipoteticamente essere la causa degli elevati dati di *Underpricing* ivi registrati. Se ne darà pertanto ora approfondita trattazione.

Oltre ad aver già più volte sottolineato come per molti autori l'IPO *Underpricing* cinese sia riconducibile a motivazioni strettamente di natura politica, quali ad esempio la necessità del Governo di creare, in tempi rapidi, un mercato dei capitali facilmente accessibile, funzionale e funzionante [Datar&Mao (1998)], o di avvicinarsi ad una certa schiera di elettori [Biais&Perotti (2002)], altri autori hanno evidenziato ulteriori cause, sempre estremamente peculiari.

A titolo esemplificativo, volendo approfondire l'idea sviluppata da Perotti (1995), cui si accennava al I capitolo, l'autore sostanzialmente ricondusse l'*Underpricing* ad un concetto di segnalazione da parte del Governo cinese: dando oramai per assodato che nella realtà asiatica lo stesso detiene una quota azionaria considerevole all'interno della società anche in fase *post* IPO, questo elemento poteva venir interpretato dagli investitori come sintomatico di una maggiore rischiosità e rigidità dell'impresa.

Diventava pertanto necessario dare un segnale forte dell'impegno profuso dal Governo: è in questo senso che l'autore inserisce l'*Underpricing*, che diviene pertanto uno strumento adottato dallo Stato per ricompensare gli investitori del maggior rischio cui vanno incontro, indipendentemente dalla tipologia di azioni, e quindi anche di investitori, coinvolte nell'IPO.

Questa teoria si ricollega parzialmente con quanto riportato precedentemente in merito allo studio condotto da Mok&Hui (1998): come già detto infatti gli stessi riscontrarono, analizzando le sole *A Shares* IPO, una correlazione inversa tra la *State equity retention* e l'*Underpricing*, indi per cui in questa circostanza si smontava completamente l'impianto teorico proposto da Perotti (1995); di contro una relazione positiva qualora la quotazione coinvolgesse *B Shares* e quindi prevalentemente investitori internazionali. In quest'ultimo caso infatti una maggior presenza governativa veniva interpretata dagli stessi come segnale di rigidità e poca flessibilità, ragion per la quale, coerentemente con Perotti (1995), si sarebbe dovuto ricorrere all'*Underpricing* per invogliare gli investitori a fare il loro ingresso nell'impresa.

Tuttavia un altro studio, quello di Chi&Padgett (2005) che si focalizzava esclusivamente sulle *A Shares*, riportò anch'esso, come Mok&Hui (1998) un legame contrario tra partecipazione azionaria statale ed il grado di sotto-prezzamento necessario³⁵¹, non fornendo pertanto alcun supporto alla "Teoria della Segnalazione" nella chiave di lettura proposta da Perotti (1995): sostanzialmente la stessa sembrava essere confermata solo qualora si guardasse a studi che avevano come oggetto d'analisi

³⁵¹ Essi la intesero come una *proxy* dell'asimmetria informativa: tanto maggiore era la presenza governativa nell'azionariato della società, tanto più questa rassicurava gli investitori sulla stabilità e solidità del *business*, richiedendo quindi un minor livello di *Underpricing* per convincerli a prendere parte all'IPO.

le *B Shares*, le quali obbligavano il Governo a segnalarsi con un maggior *Undepricing*. Nulla di ciò si verificava, almeno secondo gli studi di Chi&Padgett (2005) e Mok&Hui (1998), qualora il *focus* fosse sulle *A Shares*, in cui teoricamente la notevole *State equity retention* non si palesava quale causa di maggior *Undepricing*.

Alla luce di quanto finora riportato affiora quindi un grave problema di inconsistenza nell'analisi dell'IPO *Underpricing* cinese: quello che emerge è che sostanzialmente autori diversi giunsero a risultati differenti, offuscando l'attendibilità degli studi finora condotti. Lampante in questo senso è che, per quel che riguarda la "Teoria di Segnalazione" si è giunti a risultati differenti trovandosi da un lato, quali sostenitori della sua forza esplicativa, Su&Fleisher (1999), e dall'altro invece, con un'opinione completamente contraria, Chi&Padgett (2005) e Yu&Tse (2003).

Va tuttavia sottolineato che Chi&Padgett (2005), nonostante abbiano rigettato l'ipotesi della segnalazione da parte del Governo, hanno contestualmente proposto un altro interessante punto di vista: la loro idea era che lo Stato non inviasse segnali circa la qualità dell'emittente, bensì cercasse di piazzare temporalmente le IPO così da catturare le opportunità offerte dal mercato ed ottenere il miglior *market feedback* possibile sull'offerta, in un'ottica di creazione di un mercato dei capitali funzionale ed efficiente nel più breve tempo possibile. Va infatti ricordato che tra i molti ruoli ed incarichi propri del CSRC, oltre quello di verificare l'*offering price*, vi è anche la collocazione temporale dell'IPO stessa: esso pertanto esercita un pieno controllo sul fattore *timing*.

Sulla base del loro modello essi effettivamente rilevarono che il CSRC aveva adempiuto egregiamente al suo incarico programmando le IPO così da concentrarle in fasi favorevoli e cogliere tutte le opportunità di guadagno: in particolar modo quello che si venne a rilevare fu che in fasi di crescita dell'indice di mercato il CSRC programmò il lancio di un gran numero di IPO, così da trarre profitto dalla fase di *Hot issue market* e, contestualmente, fornire un notevole apporto di capitali a beneficio del mercato finanziario, ancora in fase di sviluppo [Chi&Padgett (2005)].

Contestualmente, proseguendo nella rassegna di tutte quelle "*Chinese characteristics*" diffusamente trattate nel II capitolo, e che potrebbero essere state a vario titolo causa

della registrazione di dati di IPO *Underpricing* tanto elevati, Mok&Hui (1998) nella loro indagine approfondirono volutamente la questione dell'ampio *time lag, gap* temporale intercorrente tra la data di collocamento dei titoli nel mercato primario e la loro successiva negoziazione nei listini ufficiali, quale causa dell'eccessivo sottoprezzamento registrato. Essi effettivamente trovarono una relazione non solo significativa, ma anche estremamente positiva tra queste due variabili, sostenendopertanto che un *gap* temporale tanto elevato, tipico della realtà cinese ma non anche di altre nazioni, fosse un fattore *key* nella spiegazione di tale anomalia di mercato³⁵².

Questa constatazione non deve stupire: in primo luogo poiché il *time lag* può essere interpretato quale ricompensa per il trascorrere del tempo indi per cui si attende di ottenere un maggiore rendimento tanto maggiore è l'*holding time* [Chen G. *et al* (2004)]. In secondo luogo lo stesso *gap* può essere letto come un premio liquidità a fronte del rischio, esistente, di mancata quotazione dell'impresa: potrebbe infatti accadere che, nonostante si detengano delle azioni acquisite durante la prima fase, le stesse non giungano mai al secondo *step*, quello dell'effettiva negoziazione nei mercati ufficiali. Sostanzialmente gli investitori risulterebbero intrappolati in un investimento senza via d'uscita, avendo quindi impiegato capitale inutilmente.

Ragionando sempre in quest'ottica l'eventualità di una mancata quotazione amplifica l'incertezza circa l'effettivo valore di mercato del titolo che, in questo senso, non può

³⁵² Altri autori giunsero successivamente alla stessa constatazione: Chan *et al.* (2004), Chen G. *et al.* (2004), Chen Z. *et al.* (2007), Cheung *et al.* (2009), Su&Fleisher (1999). Nello specifico Chen Z. *et al.* (2007) rilevarono che questa variabile fosse la maggior fonte di IPO *Underpricing* nel loro modello: essi constatarono che rilevava per il 22,6% dell'*Underpricing* complessivamente registrato. Su&Fleisher (1999) invece nel loro modello riportarono i dati precisi riferiti al *time lag* medio da loro registrato: 260 giorni per le A *Shares* e 72 per le B *Shares*. Anche in tal senso non deve pertanto stupire quanto detto nel precedente capitolo con riferimento al maggior *Underpricing* rilevato per le A *Shares*. Per essere più precisi va sottolineato che un minore o maggiore *gap* temporale tra l'avvenuto collocamento dei titoli e la loro ammissione ufficiale nelle Borse Valori dipende sostanzialmente da motivazioni di natura burocratica-amministrativa, oltre che dal numero di altre imprese "in coda". Genericamente, una volta ottenuta l'approvazione alla quotazione da parte del CSRC, per determinare l'ordine di ammissione si applica la regola del "*first in first out*", così da dare una logicità per lo meno cronologica alla selezione. In rari casi si è assistito all'adozione di regole differenti: da un lato per motivazioni di natura storica, ossia non erano ancora state regolamentate le Borse Valori, né esistevano protocolli ufficiali per le IPO; in secondo luogo potevano verificarsi delle eccezioni a tale regola in casi particolarissimi, per volontà governativa. Quest'ultima eventualità capitava tuttavia molto raramente, non volendo il Governo dare l'impressione di parteggiare per l'una o per l'altra azienda nella corsa alla *Floatation*.

neppure essere usato a garanzia di un qualsiasi finanziamento, non avendo un proprio *market value* [Chen G. *et al* (2004)]. Inoltre va rilevato che un eccessivo intervallo temporale è contestualmente sintomatico di problematicità connesse con il *Going Public Process* vuoi poiché la società non è in grado di organizzarsi in vista dell'imminente *Floatation*, vuoi poiché è stato posto un freno alla quotazione dagli organi governativi o dal comitato di Borsa addetto alla *compliance*.

In particolare su tale aspetto alcuni anni più tardi si è inserita l'indagine condotta da Tian (2003) che applicò a questo risultato una diversa chiave di lettura, arrivando alla formulazione del - già precedentemente citato - *Floatation game*.

Egli infatti, partendo da quanto rilevato precedentemente da Mok&Hui (1998), ossia che ad un maggiore *listing time lag* fosse associato un più ampio livello di *Underpricing*, sostenne che l'elemento temporale fosse usato dal Governo come strumento politico per regolare ed influenzare l'andamento del mercato, di per sé da sempre considerato incontrollabile.

Nella pratica questo modello sosteneva che lo Stato, in fase di selezione delle società ammesse alla prima quotazione, avrebbe dato priorità – in quelle fasi di mercato già di per sé sufficientemente “surriscaldate” - a tutte quelle imprese caratterizzate per minimi *gap* temporali; al contrario, in fasi di mercato estremamente più “rilassate” il Governo avrebbe ipoteticamente dovuto animare le contrattazioni ammettendo alla quotazione imprese con elevati *time lag*, cosicché le stesse, registrando un notevole balzo tra *l'offering price* ed il *first day closing price* (come dimostrato dalla regressione di Mok&Hui), avrebbero movimentato la situazioni, fino ad allora alquanto statica.

Più nello specifico nella formulazione del suo modello Tian (2003) riuscì a dare una lettura matematica di questo fenomeno di differimento temporale: in base alla sue considerazioni ogni singolo giorno in più di ritardo nella data di *Floatation* avrebbe causato un aumento dello 0,4% nel livello di *Underpricing*: da qui l'importanza rivestita dal fattore temporale, considerato per l'appunto – in questo modello – elemento esplicativo estremamente importante per quanto riguarda questo *puzzling phenomenon*³⁵³.

³⁵³ In realtà sia Tian (2003) che Chi&Padgett (2005) considerano il fattore *timing*, ma lo fecero enfatizzando un diverso ruolo del Governo. Se quello descritto da Chi&Padgett sembra parzialmente più passivo, lo stesso non può dirsi nel modello di Tian (2003). In quest'ultimo infatti sembra sia proprio lo Stato ad avere le redini della situazione e a poter influenzare, attraverso le proprie decisioni, l'andamento del mercato, andando ad intervenire differentemente a seconda che vi sia un caso di *bear market* (mercato

Sempre Tian (2003) inoltre analizzò come l'imposizione del *price cap* da parte del Governo potesse essere stata anch'essa causa scatenante gli eccezionalmente alti dati di IPO *Underpricing* registrati in Cina: tuttavia non arrivò ad alcuna particolare evidenza in tal senso, non per lo meno come quella rinvenuta da Cheung *et al.* (2009), che si focalizzarono sui diversi *pricing methods* adottati e a cui si rimanda nel proseguo del paragrafo.

Differente invece fu il risultato registrato con riferimento all'impatto che il *Quota System* amministrativo ha avuto sul valore di quotazione delle azioni: sostanzialmente Chi&Padgett (2005), Liu (2003), Mok&Hui (1998) e Tian (2003) indagarono questa particolare dimensione di analisi attraverso specifici modelli di regressione ed arrivarono complessivamente a concludere che tale imposizione governativa aveva effettivamente giocato un ruolo nella determinazione dell'IPO *Underpricing* cinese: di nuovo emerge come talune "*Chinese characteristics*", in questo caso l'eccessivo sbilanciamento tra domanda e offerta causato per l'appunto da questa imposizione nel numero di azioni, siano più significative - ai fini di questa indagine - di quelle *standard* adottate nelle teorie classiche³⁵⁴.

Lo stesso dicasi per lo studio condotto da Su&Fleisher (1999) i quali andarono ulteriormente in profondità della questione analizzando l'*Underpricing* delle **A Shares** e confrontando lo stesso con il ben meno elevato *Underpricing* registrato invece per le altre controparti *tradable*, le **B Shares**. Si trattava di per sé di una constatazione che venne formulata solo con riferimento al particolare contesto cinese, unica realtà nella quale le due differenti tipologie azionarie avevano fatto registrare dati considerevolmente differenti gli uni dagli altri.

Tale divario venne ricondotto, per lo meno nello studio di Su&Fleisher (1999) alla presenza di differenti opportunità di investimento a disposizione di una schiera di

in fase ribassista) o di *bull market* (mercato in fase rialzista). Sostanzialmente la domanda che sorge spontanea dopo la lettura dell'uno e dell'altro modello è se il Governo cinese abbia utilizzato IPO con diverso grado di *Underpricing* per regolare l'andamento del mercato o se invece, contrariamente, esso si sia limitato semplicemente a programmare temporalmente le IPO, in modo tale da trarre il maggior vantaggio possibile dall'andamento di mercato. La questione rimane aperta.

³⁵⁴ Come precedentemente detto il Governo cinese non solo controllava l'offerta (esso non poteva permettersi di condurre IPO impopolari considerato che l'obiettivo era per l'appunto la creazione di un mercato dei capitali forte e funzionante). Parallelamente si può dire che lo stesso influenzasse parzialmente anche il lato della domanda, impedendo la nascita di opportunità di investimento alternative o rendendo quelle esistenti, *Treasury Bonds* e depositi bancari, poco remunerative [Chi&Padgett (2005)].

investitori (quelli di tipo A) rispetto agli altri, oltre che al differente *sentiment* che caratterizzava l'una o l'altra opportunità di investimento. Come infatti già fatto notare nel II capitolo le *A Shares* sono maggiormente sotto-prezzate rispetto alle cugine, anche se quest'ultime – pur conferendo gli stessi diritti di voto e di *cash flow* – quotano ad un prezzo inferiore.

Secondo gli autori pertanto le motivazioni che potevano spingere un'impresa ad emettere comunque azioni di tipo B potevano risiedere nella volontà di reperire capitale straniero, di innalzare la propria reputazione ed immagine [Su&Fleisher (1999)], oltre che ovviamente il desiderio di minimizzare la perdita di capitale in sede di IPO visto il basso dato di *Underpricing* ad esse associato.

In questa stessa direzione si era mossa anche l'analisi di Mok&Hui (1998) che, come già accennato precedentemente, tentarono di spiegare i notevolmente differenti livelli di *Underpricing* registrati per l'una o per l'altra classe azionaria (essi registrarono un *A Underpricing* del 289% contro un *B Underpricing* del 26%).

Gli autori in particolar modo rilevarono che l'elevata *State equity retention* creava sì uno scetticismo nella platea di investitori internazionali tale per cui si sarebbe dovuto teoricamente utilizzare l'*Underpricing* per attirarli nell'IPO. Tuttavia lo scetticismo era tale da deprimere l'*enterprise value* e da indurre il valore delle IPO *B Shares* molto prossimo all'*intrinsic value*, riducendone quindi l'*Underpricing* effettivamente sofferto. Alla fine, nonostante quanto teoricamente sostenuto, erano le *A Shares* a soffrire nella realtà del maggior livello di *Underpricing*.

Sempre sull'argomento essi constatarono anche che l'aurea di incertezza informativa che circondava l'emissione di *B Shares* era notevolmente inferiore rispetto alla medesima per le *A Shares*: da qui il minor livello di *Underpricing*. In particolare l'emittente si trovava di fronte ad una schiera di investitori internazionali molto esigenti. In tal senso le informazioni che venivano richieste e fornite non solo erano maggiori, ma erano anche più dettagliate poiché dovevano rispettare i dettami di *Disclosure* internazionale, ben più rigidi di quelli domestici.

Inoltre Su&Fleisher (1999) sottolinearono che i motivi dietro alla diversa realtà delle *B Shares* andavano ricercati *in primis* nel fatto che il *lottery mechanism* non era mai stato utilizzato quale metodo di allocazione per questa tipologia azionaria; in secondo luogo per il coinvolgimento di attori di caratura internazionale nel processo di quotazione, la cui presenza rassicurava notevolmente l'investitore: un esempio J.P. Morgan³⁵⁵.

Sempre nell'ambito delle particolari caratteristiche istituzionali e regolamentari proprie della Cina, oltre che in un'ottica di adottare una sempre maggior accuratezza nell'indagine, Chan *et al.* (2004) rilevarono come, non solo l'*Underpricing* fosse positivamente correlato al numero di investitori presenti nella provincia dalla quale l'impresa quotanda proveniva³⁵⁶, ma che lo stesso fosse negativamente correlato all'*offering size*, intesa come il numero di azioni emesse in fase di IPO³⁵⁷.

In questo senso anche Cheung *et al.* (2009) hanno posto l'accento, durante la loro fase di analisi, sui differenti **regimi di regolamentazione** che si sono succeduti in Cina specificatamente nell'attività di *pricing*, cercando in individuare quali impatti gli stessi avrebbero potuto avere con riferimento all'IPO *Underpricing* cinese.

Come già ampiamente analizzato al capitolo precedente quattro sono state infatti le fondamentali modalità che si sono succedute nell'individuazione del prezzo finale di IPO *offering*: ogni passaggio rappresentava un graduale avanzamento verso un'economia più libera, nonché verso un mercato più efficiente, meno vincolato da restrizioni governative.

³⁵⁵ In quest'ultimo senso si riveda quanto teorizzato dalla "*Advising Agent Theory*

³⁵⁶ Va tuttavia specificata la ragione che spinse gli autori ad inserire questa variabile di controllo all'interno del modello. In tal senso essi usarono il numero di investitori presenti in una determinata provincia quale *proxy* del livello di sviluppo e di ricchezza per quella determinata area. Va infatti ricordato che, come detto precedentemente, i criteri che inizialmente guidarono il Governo nella determinazione delle imprese ammesse alla quotazione non dipendevano solo ed esclusivamente dalla qualità dell'emittente stesso, bensì anche dal grado di sviluppo delle diverse province, in modo tale da svolgere parimenti un'attività di bilanciamento. Sempre con riferimento alla figura degli investitori, ma in un'altra ottica, Chi&Padgett (2005) considerarono anche la particolare costituzione di quest'ultimi nel panorama cinese: si trattava infatti di un gran numero di investitori *retail* (ben il 90% nel 2005), estremamente disinformati, la cui presenza ha ulteriormente rafforzato la magnitudine dell'IPO *Underpricing*.

³⁵⁷ Come già si accennava all'inizio del presente capitolo alcuni autori [Chi&Padgett (2005), Su (2004)] in realtà impiegarono una variabile esplicativa che può essere vista come una precisazione della suddetta: più che guardare alla semplice quantità di azioni offerte in fase di prima quotazione, essi si soffermarono sulla qualità dell'IPO in termini di ammontare di capitale raccolto. Impiegarono pertanto come variabile di controllo il risultato derivante dalla moltiplicazione tra il numero di azioni offerte ed il loro prezzo di collocamento: nuovamente riscontrarono legame negativo tra questa e il livello di IPO *Underpricing*, come da aspettative.

Proprio alla luce di questa situazione non deve pertanto stupire che gli autori abbiano deliberatamente suddiviso il loro *time sample* in quattro sotto-periodi, individuati per l'appunto sulla base dei cambiamenti nella regolamentazione.

I risultati attesi dai diversi modelli di regressione avrebbero dovuto confermare un minore livello di IPO *Underpricing* con il trascorrere del tempo³⁵⁸: questo poiché le varie riforme succedutesi avevano gradualmente condotto all'adozione di un meccanismo di formazione dei prezzi più in linea con i mutamenti del mercato, più flessibile, meno vincolato, come descritto al II capitolo.

Effettivamente i risultati non delusero le aspettative: gli autori infatti non solo rilevarono come, con l'adozione dei differenti *pricing methods*, impiegati alternativamente nell'arco di un ventennio circa, si registrarono livelli di *Underpricing* via via inferiori³⁵⁹, ma come lo stesso dipendesse negativamente dalla già citata *offering size* [Chan *et al.* (2004)], nonché dal prezzo di offerta³⁶⁰.

Questa indagine sottolineava pertanto l'importanza che i cambiamenti regolamentari rivestirono nel processo di mitigazione dell'*Underpricing* cinese.

³⁵⁸ Più precisamente durante il periodo di riferimento si registrò un IPO *Underpricing* medio di 133,6 %, con una dinamica decrescente: da valori di *Underpricing* del 286,8 % registrati nel 1992 a valori di 82,6 % registrati nel 2006, ultimo anno del *sample*.

³⁵⁹ In particolare per riuscire a cogliere questa specifica dimensione, non facilmente approssimabile, gli autori divisero per l'appunto il periodo temporale da loro analizzato in quattro sotto-periodi. Oltre a questo utilizzarono come variabile esplicativa il cosiddetto *P/E ratio Differential* intesa come misura creata *ad hoc* dagli stessi quale indicativa del livello di distorsione del mercato. Si trattava sostanzialmente del rapporto tra il *P/E ratio* pre-determinato dalle autorità in occasione dell'IPO ed il *P/E ratio* registrato a livello di settore il giorno della *listing date*, il tutto meno uno. Ovviamente il valore del *P/E ratio* settoriale non era sottoposto ad alcuna restrizione, ma era influenzato solo dall'andamento di mercato. Quello che si rilevò fu, come da aspettative, una relazione statisticamente negativa tra il livello di *Underpricing* ed il *P/E ratio Differential*, relazione che però si rilevò significativa solo nel primo sotto periodo. Questo a conferma della già accennata ipotesi che il "*fixed P/E ratio pricing method*" abbia fortemente influenzato il livello di *Underpricing*, facendo registrare valori estremamente elevati dello stesso, fino a che tale modalità di *pricing* non è stata abolita attraverso una riforma nella regolamentazione.

³⁶⁰ In particolare con riferimento all'*offering size* probabilmente la spiegazione a tale evidenza empirica andava ricercata nel fatto che una maggiore grandezza dell'offerta implicava parimenti anche un maggiore potere contrattuale dell'emittente nei confronti dell'*Underwriter*. Quest'ultimo non poteva quindi sotto-prezzare eccessivamente l'offerta poiché non gliene sarebbe stata data l'occasione. [Cheung *et al.* (2009)]. A tale risultato erano precedentemente giunti anche Beatty&Ritter (1986), Logue (1973), Ritter (1984) che avevano già individuato una relazione negativa tra la stessa e il valore dell'*Underpricing*. Con riferimento invece a quanto registrato circa il prezzo di offerta, un *offering price* basso permette di attirare un maggior numero di investitori, soprattutto tra i *retail*. Questo consente all'*Underwriter* di sotto-prezzare l'offerta, aumentando quindi il grado di *Underpricing* sopportato dall'impresa.

Stesso approccio nell'indagine venne adottato anche da Chiou *et al.* (2010) i quali, a differenza dei loro predecessori [Ma (2007), Ma&Faff (2007), Su&Fleisher (1999)] cercarono parimenti di comprendere quanto avesse impattato sul fenomeno di IPO *Underpricing* cinese il fattore regolamentare, ma lo fecero analizzando congiuntamente i metodi di *pricing* e di *allocation*, nello specifico confrontando congiuntamente tutti e quattro i regimi proposti nel corso degli anni³⁶¹.

I risultati non delusero assolutamente le aspettative: gli autori infatti rilevarono che l'adozione di metodi di *pricing* e di *allocation* gradualmente più *market-oriented* non solo avevano avuto un impatto significativo e negativo sulla magnitudine dell'IPO *Underpricing*, ma anche ne avevano ridotto la volatilità, rendendo tale anomalia - per quanto possibile - più stabile [Chiou *et al.* (2010)].

Diversa ottica di indagine venne invece impiegata da Francis *et al.* (2009) che, per la prima volta, si focalizzarono su un altro aspetto, ugualmente tipico della realtà cinese e per questo tralasciato dalle teorie occidentali: quello delle **“connessioni politiche”** tra emittente e Governo. In particolare essi cercarono di individuare effetti e benefici che potevano derivare da questi legami politici con riferimento alla procedura di prima quotazione³⁶².

³⁶¹ Per approfondimenti sulla natura di questi quattro regimi si rimanda al II capitolo. Va inoltre specificato che gli autori precedentemente citati si focalizzarono sullo stesso elemento, ma con un'ottica di analisi più ristretta. Su&Fleisher (1999) ad esempio utilizzarono per il loro campione tutti dati fino al 1995, quando molti dei cambiamenti in materia di *pricing* e *allocation policies* dovevano ancora aver luogo: si trattava pertanto di un contributo importante, ma pur sempre parziale. L'analisi di Ma (2007) invece guardò solo ad uno degli aspetti sopra citati, focalizzandosi esclusivamente sull'impatto che le diverse modalità di allocazione potevano aver avuto sull'*Underpricing*. Infine il contributo congiunto di Ma&Faff (2007) fu effettivamente in grado di evidenziare, per la prima volta in assoluto, una relazione negativa tra il livello di sotto-prezzamento ed uno solo dei metodi di allocazione descritti al II capitolo: il cosiddetto *secondary market proportional offering system*. Essi nello specifico cercarono di comprendere quale impatto potesse aver avuto il regime del prezzo fisso sul livello di IPO *Underpricing*: a tal fine divisero la loro procedura nelle sei forme in cui tale regime di prezzo si era storicamente manifestato in Cina (per chiarimenti su questo punto si rimanda al relativo *paper*). Tuttavia gli stessi autori riconobbero che, anche ammettendo che questa particolare forma di prezzo fisso fosse effettivamente in grado, qualora applicata, di ridurre il livello di IPO *Underpricing*, il *bookbuilding* rimaneva tuttavia una procedura migliore sotto molteplici punti di vista. Anche in questo caso si trattò di un risultato interessante, ma di un'analisi poco concludente.

³⁶² Riuscire ad individuare delle *proxies* che ben rappresentassero questo fattore non fu così difficile, dato il contesto di partenza, a forte concentrazione statale: in primo luogo essi utilizzarono il numero di funzionari governativi che avessero, o avessero avuto nel passato, un posto nel Consiglio di Amministrazione. Infatti, come già ampiamente sottolineato, furono soprattutto le SOE protagoniste del processo di *listing* in Cina: esse, al momento di assegnazione delle quote, furono notevolmente privilegiate dal CSRC. Ciò nonostante, come precedentemente evidenziato, esse vennero privatizzate solo parzialmente, considerando il ruolo dominante mantenuto dallo Stato quale azionista di maggioranza *post*

Non deve destare stupore constatare che questa indagine interessò soprattutto, ma non esclusivamente, le SOE: ci si aspettava infatti che le stesse, a differenza delle controparti non statali, godessero - per loro natura - di connessioni politiche più forti e quindi ottenessero contestualmente anche maggiori benefici in fase di quotazione.

Quello che emerse dal modello fu che, coerentemente con le aspettative, le cosiddette “connessioni politiche”³⁶³ erano non solo statisticamente significative, ma anche economicamente rilevanti se riferite al processo di quotazione.

In tal senso le imprese più fortemente connesse avrebbero tratto vantaggio sia dalla possibilità, loro concessa, di i) spuntare un maggior *offering price*, ii) sia in termini di minor livello di *Underpricing*, che per quel che concerne iii) i minori costi di quotazione sopportati.

Nello specifico, con riferimento al primo vantaggio, questo era direttamente collegato al fatto che le imprese maggiormente connesse politicamente avrebbero ottenuto dal Governo l’autorizzazione ad impiegare un P/E *ratio* più elevato - in fase di *pricing* - rispetto a quello mediano, spuntando così un maggior prezzo d’offerta³⁶⁴.

In somma sintesi tale indagine sottolineò un elemento fino ad allora non testato da alcun autore precedente: la notevole importanza che i legami politici, nel contesto cinese, rivestivano per le imprese quotande, anche in termini di magnitudine dell’*Underpricing*. Proseguendo, alcuni autori [Chen Z. *et al.* (2007)] formularono un’ulteriore indagine, avente questa volta come variabile esplicativa del sotto-prezzamento cinese i noti costi d’agenzia: tuttavia in questo specifico caso l’ottica adottata si discostava parzialmente

IPO. Da qui spiegata la ragione della notevole presenza del Governo all’interno del CdA. In secondo luogo gli autori testarono il prestigio, in termini di potenza e rilievo delle connessioni politiche, dell’*underwriter*, che come già ampiamente detto, in Cina era anch’esso una figura di emanazione statale. Infine gli autori impiegarono per la loro indagine anche la quota di proprietà in mano allo Stato e la qualità della stessa intesa come partecipazione statale diretta o indiretta, tramite SOE: in particolare quest’ultima forma di partecipazione secondo gli autori era caratterizzata da un’inferiore forza in termini di connessioni politiche.

³⁶³ Nello specifico per ottenersi il risultato di Francis *et al.* (2009) doveva verificarsi che l’impresa quotanda: i) avesse amministratori che, nel presente o nel passato, avessero ricoperto ruoli governativi di livello pari o superiore al rango di Sindaco; ii) si avvalesse, durante il processo di quotazione, di un *underwriter* che avesse attivamente partecipato alle 100 più importanti IPO statali; iii) avesse un’azionariato prevalentemente costituito dal Governo (legame diretto) o da SOE (legame indiretto).

³⁶⁴ Con riferimento invece ai costi va precisato che l’impatto economico rilevato è stato comunque modesto e, come gli autori avevano ipotizzato, a maggior beneficio delle SOE partecipate direttamente. Più in generale dai risultati ottenuti si evinse che le imprese partecipate da entità legali - e quindi indirettamente - erano le realtà meno supportate durante il processo di quotazione proprio perché caratterizzate da connessioni più deboli.

da quella di altri studi sempre in materia, ponendo di fatto l'accento su particolari **costi di agenzia**³⁶⁵, questa volta di matrice "statale", oltre che sulle particolari modalità di selezione del *management* aziendale, spesso motivo di comportamenti corruttivi.

Nello specifico Chen Z. *et al.* (2007) analizzarono questa dimensione, tipicamente ricollegabile a tale nazione, anche se la stessa non era ancora stata esaminata: essi cercarono di capire se il processo di cosiddetto PIPO - che coinvolse innumerevoli SOE - avesse comportato un maggior livello di *Underpricing* sofferto da questa tipologia di impresa, ma non anche dalle controparti private. Come precedentemente detto infatti Chen Z. *et al.* (2007), diversamente da Tian (2003), rilevarono una differenza nella magnitudine dell'*Underpricing* registrato tra semplici IPO e PIPO: l'obiettivo era ora comprendere a cosa fosse dovuta questa difformità rilevata.

Come già ampiamente illustrato al II capitolo il processo di privatizzazione in Cina si palesò quale strada particolarmente percorribile per risanare la disastrosa situazione delle *State Owned Enterprises*, anche alla luce della corrispondente letteratura che osannava tale procedura di privatizzazione poiché apparentemente in grado di aumentare l'efficienza di una data impresa eliminando al contempo i possibili comportamenti d'agenzia³⁶⁶ [Megginson *et al.* (2000), Megginson&Netter (2001), Shleifer&Vishny (1993,1998)]: in particolare gli studi empirici fino ad allora condotti [Megginson&Netter (2001)] avevano dimostrato che le imprese private erano più profittevoli ed efficienti delle statali³⁶⁷.

³⁶⁵ Il riferimento è infatti solo ed esclusivamente per quei costi di agenzia derivanti dalla *State Ownership*: questo modello pertanto non offre una risposta con riferimento alla totalità dei costi di agenzia comunemente considerata.

³⁶⁶ E' opinione comune che le imprese statali risultino poco efficienti poiché deficitano sul lato del Governo societario, spesso assente o poco incisivo. I politici che normalmente le guidano prendono decisioni tendenzialmente spinti da interessi personali più che dal bene comune o dalla volontà di massimizzare il valore dell'azienda. Uno degli obiettivi principali che un funzionario governativo potrebbe perseguire attraverso la gestione di tali imprese è ad esempio rafforzare il proprio potere, nonché la propria immagine: in tal senso l'impresa diventa uno strumento di propaganda politica più che uno strumento di produzione di valore e quindi di ricchezza. Il politico potrebbe prendere decisioni che, da un lato soddisfano le richieste del popolo mitigandone il malcontento, dall'altro potrebbero avere gravi ripercussioni di lungo termine sul sistema economico-finanziario [Chen Z. *et al.* (2007)].

³⁶⁷ Ciò nonostante tale risultato andava interpretato con attenzione: esso poteva essere spiegato tanto dal fatto che imprese diverse perseguivano obiettivi diversi (le imprese statali più orientate al raggiungimento del *Social Welfare* anche a discapito della profittabilità, le private meno), quanto dall'effettivo riconoscimento che le SOE soffrivano di costi di agenzia maggiori e per questo le stesse erano meno performanti delle controparti *Non State*. Caso emblematico è quello del tasso occupazionale: qualora l'impresa statale sia maggiormente finalizzata a risolvere il problema della disoccupazione più che a massimizzare il profitto probabilmente essa assumerà personale anche in esubero, penalizzando il proprio

In questa direzione si snoda per l'appunto l'indagine di Chen Z. *et al.* (2007), i quali si domandarono se la minor efficienza che caratterizzava le imprese statali domestiche dipendesse dal fatto che le stesse soffrivano di più elevati costi di agenzia derivanti dal processo di privatizzazione.

Come infatti già più volte ribadito nel presente e nel II capitolo, i dirigenti ed alti funzionari posti alla guida delle imprese parzialmente privatizzate erano scelti dal Governo normalmente tra i suoi stessi rappresentanti³⁶⁸: si trattava pertanto di soggetti individuati sulla base di connessioni politiche e di favoritismi e non, come ci si aspetterebbe, per le loro doti professionali o per reali meriti.

Aggiungendo a questo elemento il fatto che tali soggetti, sia i funzionari del Governo che quelli operativi all'interno delle SOE, erano fortemente controllati, tanto che la loro retribuzione era direttamente collegata alla posizione da questi occupata in una "classifica" stilata *ad hoc*, gli autori si chiesero se questo elemento potesse influenzare il livello di *Underpricing* sofferto dalle imprese statali cinesi in procinto di quotarsi.

Sostanzialmente quello che essi si stavano domandando era se i CEO delle differenti imprese coinvolte nel processo di privatizzazione avessero adottato comportamenti opportunistici durante l'IPO *Process* per ottenere la tanto desiderata promozione³⁶⁹ e, conseguentemente, un aumento del salario.

Va infatti evidenziato:

1. *in primis* la scarsa partecipazione azionaria dello *Chief Executive Officer*³⁷⁰,

risultato d'esercizio ma arrecando beneficio all'intero sistema. Si tratterebbe pertanto di un caso dove la SOE è effettivamente meno efficiente dell'impresa privata, ma non per ragioni legate a comportamenti d'agenzia, quindi opportunistici, bensì per il raggiungimento di uno scopo diverso, di benessere sociale.

³⁶⁸ Vero era anche il caso opposto, ossia che i *manager* di un'azienda fossero talvolta chiamati a rivestire cariche di prestigio all'interno del Governo.

³⁶⁹ In realtà oltre all'ipotesi che la promozione ottenuta fosse solo frutto di comportamenti scorretti e corruttivi gli autori considerarono anche la possibilità che questa fosse stata meritata dal *manager*, a ricompensa delle sue notevoli capacità gestionali. Venne così formulata la *rewarding story* in contrapposizione con la *corruption story*. Nello specifico gli autori, per distinguere l'uno e l'altro caso, andarono ad analizzare la figura di tutti quegli *executives* che, dopo l'IPO, furono oggetto di azioni punitive: in particolare essi rilevarono che la probabilità di venir perseguiti era positivamente correlata con il livello di *Underpricing*. Questo a significare che maggiore era l'*Initial Return* registrato, più si insinuava nel Governo il dubbio che l'IPO fosse stata condotta scorrettamente e diventava pertanto necessario un'accurata indagine. Per ulteriori approfondimenti di rimanda al relativo *paper*.

³⁷⁰ Nel periodo antecedente alla promulgazione della *Security Law* era imposto un limite preciso: in ciascuna impresa era previsto che qualsiasi individuo non potesse detenere più dello 0,5% di *equity*. Dopo il 1999 tale tetto massimo venne abolito, ma si posizionò naturalmente sempre a livelli molto bassi, soprattutto con riferimento alla quota partecipativa detenuta dai *manager* delle SOE. Nel caso sotto

caratteristica che di per sé gli consentiva di ricoprire una posizione neutrale, un approccio distaccato verso le vicissitudini aziendali;

2. in secondo luogo il ruolo importante da questi rivestito in sede di prima quotazione in termini decisionali sia per quel che riguarda il lato dell'allocazione, che di *pricing* delle azioni³⁷¹.

Tutto faceva desumere che gli stessi CEO delle imprese statali, in quella che venne espressamente definita quale un'azione di corruzione [Chen Z. *et al.* (2007), Shleifer&Vishny (1993)³⁷²], sotto-prezzassero volutamente le IPO *Shares* e le collocassero preferenzialmente verso soggetti chiave per la loro scalata gerarchica, in una sorta di relazione “*do ut des*”³⁷³.

Lo stesso non poteva dirsi con riferimento alle imprese gestite privatamente dal momento che i CEO in questo contesto non avevano alcuna *chance* di ottenere promozioni ed un conseguente aumento di salario: erano completamente scollegati dal suddetto sistema di incentivazione.

Dallo studio ne emerse non solo, come ci si aspettava, che la possibilità di ottenere una promozione da parte del dirigente d'azienda era positivamente correlata al livello di IPO *Underpricing*³⁷⁴ [Chen Z. *et al.*(2007)], ma che determinati soggetti³⁷⁵, dotati di

analisi ad esempio il valore medio della partecipazione manageriale azionaria si collocò ad uno scarso 0,098% [Chen Z. *et al.* (2007)].

³⁷¹ In realtà va evidenziato che con la Security Law (1999) tale discrezione del CEO nelle imprese parzialmente privatizzate subì un ridimensionamento di cui si ha prova anche dai dati raccolti in fase di regressione: dopo il 1999 (in questo modello il *time sample* è molto ampio: dal 1990 al 2006) i comportamenti opportunistici citati calarono in maniera considerevole e conseguentemente l'*Underpricing* si ridusse, attestandosi a valori meno eclatanti.

³⁷² Essi infatti definirono corruzione la vendita, da parte di ufficiali governativi, di beni di proprietà dello Stato a fini personali. Come di evince questa definizione si applica perfettamente alla situazione testé descritta indi per cui si può parlare di corruzione vera e propria.

³⁷³ Caso emblematico è quello del *Kangsai Group* i cui *manager* nel 1993 vennero aiutati in fase di prima quotazione direttamente dall'ora Vice Ministro della Commissione delle Scienze e della Tecnologia afferente al comparto della Difesa Nazionale. In cambio di questo “utile sostegno” alla famiglia del Vice Ministro vennero vendute 121.000 azioni della stessa impresa all'IPO *price* o anche ad un prezzo inferiore, il tutto prima dell'effettivo lancio nel mercato dei capitali, tre anni più tardi. Quando nel 1996 si assistette all'effettiva *Floatation* il *Kangsai Group* registrò un *Underpricing* straordinario del 905% permettendo alla famiglia del Vice Ministro di arricchirsi notevolmente in tempi lampo.

³⁷⁴ Anche in questo modello di regressione, così come in molti altri già analizzati, la variabile endogena *Underpricing* è misurata come la differenza tra l'*offering price* ed il prezzo di negoziazione registrato in chiusura al primo giorno di contrattazione [Chen Z. *et al.* (2007)]. In particolare i risultati del modello riportano livelli straordinari di *Underpricing*: in termini medi esso si aggirava attorno al 213%.

³⁷⁵ Per essere più chiari gli autori si accorsero che non tutti i *manager* avevano gli stessi incentivi a sotto-prezzare le azioni, ma che andava fatto un preciso distinguo considerando elementi quali l'età e

particolari caratteristiche per le quali beneficiavano ulteriormente dall'*Underpricing*, erano effettivamente disposti a sottoprezzare di più per raggiungere il loro scopo³⁷⁶.

Dall'intera indagine condotta risultò pertanto come, coerentemente con gli studi di Shleifer&Vishny (1993,1998), una particolare tipologia di costi di agenzia, quella collegata alla proprietà statale, fosse notevolmente presente nelle SOE e minasse fortemente il processo di prima quotazione di queste ultime. La corruzione dilagante dei dirigenti, così come un'inadeguata *Corporate Governance*, avevano fatto registrare dati di *Underpricing* davvero encomiabili per le imprese statali durante tutta la fase di privatizzazione che le aveva coinvolte. Lo stesso non era stato invece rinvenuto per le controparti *Non-State*. In tal senso gli autori proposero un piano di "*staged privatization*", così da minimizzare i costi di agenzia. Sostanzialmente tutto si giocava attorno al ruolo dell'informazione: tanto più veniva divulgato circa il corretto prezzo di quotazione tanto meno sarebbe stato giustificabile un eccessivo *Underpricing*.

Va sottolineato che ad una idea simile erano giunti alcuni anni prima Su&Fleisher (1999) che, attraverso il loro modello, avevano tentato di capire se le azioni, in questo scenario volutamente sotto-prezzate, venissero usate dall'impresa quale strumento per corrompere i rappresentanti governativi: azioni *underpriced* in cambio di favori di varia natura. Tuttavia essi non trovarono evidenza diretta di tale fenomeno, ribadendo come la

l'esperienza pregressa. In particolare essi si resero conto che tanto più giovane era il CEO coinvolto nell'IPO *Process* tanto maggiore sarebbe stato il beneficio da questi ottenuto se avesse sotto-prezzato ulteriormente: in altre parole un *Underpricing* più elevato avrebbe aumentato la probabilità dello stesso di essere promosso e per questo motivo l'occasione non andava sprecata. Va infatti notato che il governo era più incline a sostenere soggetti giovani, senza dimenticare che esisteva anche una legge in base alla quale oltre una certa età non erano più ammesse ulteriori promozioni. I dati empirici del campione effettivamente confermarono questa considerazione. Si constatò ad esempio che CEO più giovani di un anno erano inclini a sotto-prezzare del 5,3% in più in termini assoluti, un dato per nulla irrilevante [Chen Z. *et al.* (2007)].

³⁷⁶ Parimenti un dirigente con un passato nel settore governativo sarebbe stato incline a sotto-prezzare di più considerando che era risaputa la predilezione del Governo a promuovere un soggetto con tale doppia esperienza – per l'appunto sia nell'ambito burocratico che in quello industriale [Chen Z. *et al.* (2007)] – rispetto ad uno sprovvisto. In realtà, anche se meno impattanti, gli autori individuarono altri elementi che potevano influenzare il livello di *Underpricing*: ad esempio il fatto di appartenere a minoranze etniche veniva visto favorevolmente dal Governo nella corsa alla promozione e quindi di per sé questa caratteristica comportava un minor *Underpricing*, essendo sufficiente questo strumento per ottenere comunque la tanto agognata promozione. Allo stesso tempo il fatto che dirigenti di imprese parzialmente privatizzate già avessero legami, anche di parentela, con figure di spicco nel panorama politico permetteva agli stessi di non ricorrere a strumenti di corruzione durante l'IPO *Process* per essere promossi: probabilmente la promozione sarebbe giunta in qualsiasi caso, anche a fronte di un esito fallimentare dello stesso *Going Public Process* [Chen Z. *et al.* (2007)]: anche in questo senso si registrò pertanto un inferiore livello di *Underpricing*.

volontà dell'impresa di segnalarsi fosse il motivo principale dell'IPO *Underpricing* registrato in Cina.

Per concludere questa dettagliata panoramica di teorie che si pongono quali alternative alla cugine “occidentali”, dal momento che le stesse - come più volte ribadito – sono state in grado solo parzialmente di fornire una valida spiegazione al fenomeno di IPO *Underpricing* cinese, si fornisce ora una descrizione della teoria di Teshima&Suzuki (2008), il contributo più recente di cui si dispone in termini di studi del settore.

Essi proposero un'analisi molto simile nell'impostazione a quella sopra riportata di Chen Z. *et al.* (2007), tuttavia implementando un approccio ancora più accurato sia in termini di imprese considerate, che a livello di *time sample*³⁷⁷: l'obiettivo era studiare il fenomeno di *Underpricing* considerando le ***Institutional features*** che caratterizzano il panorama cinese, sia in termini dell'onnipresente presenza governativa³⁷⁸, che dei già citati comportamenti opportunistici eventualmente adottati degli operatori.

³⁷⁷ Essi non si focalizzarono sui primi anni dalla nascita dei mercati finanziari in Cina, in cui l'elevato *Underpricing* poteva anche essere giustificato da estrema volatilità degli stessi, nonché da inesperienza degli investitori e dal *Quota System*, ma guardarono a dati molto più recenti, nello specifico al biennio 2004-2005 (non oltre per evitare di imbattersi nell'interruzione delle IPO avvenuta a causa della *Split Share Structure Reform* di cui si è parlato al II capitolo). In questo modo poterono condurre un'indagine che non fosse sporcata da elementi di *pricing* ed *allocation*. Nel 2004 infatti si passò al regime del *bookbuilding*, nonostante questo sia poi entrato pienamente in vigore l'anno successivo. Sostanzialmente prima del 2005 il CSRC aveva il pieno controllo sul processo di *listing* ed obbligava volutamente le aziende a sotto-quotarsi al fine di evitare il crearsi di uno *shock* nel sistema che, allontanando gli investitori, mettesse a repentaglio l'intero processo di reperimento dei fondi per le SOE [Teshima&Suzuki (2008)]. Tuttavia dopo il 2005 il CSRC non poté più esercitare un controllo di tale portata. Inoltre, a differenza di molti dei modelli finora citati, che includevano prevalentemente un elevato numero di SOE dimenticandosi la parte *Non State*, essi cercarono di condurre un'analisi il più corretta possibile andando a spaccare il loro campione in maniera equa tra aziende private e non. L'obiettivo era quindi far emergere l'effettivo ruolo giocato dal Governo, anche alla luce della constatazione fatta dagli stessi, così come da Chen Z. *et al.* (2007), in merito al maggior *Underpricing* registrato nelle PIPO. In tal senso essi adottarono un campo di analisi “neutro” quale la piattaforma SME della *Shenzhen Stock Exchange* (inaugurata - come si ha già avuto modo di dire - nel 2004) che presentava una realtà eterogenea sul versante della tipologia di imprese quotate ed in cui il fenomeno di *Underpricing* non era ancora stato indagato, visto la recente formazione.

³⁷⁸ Va infatti ricordato che, per come è impostato l'intero contesto finanziario cinese, le IPO sono tipicamente caratterizzate da una presenza governativa a trecentosessanta gradi: nella figura dell'emittente (le SOE), nella figura del regolatore (il CSRC), nonché nei singoli attori che prendono parte al processo di *listing* sia nella veste di *manager* che di *underwriter*, come già ampiamente detto.

Il loro intento era capire se il controllo governativo nelle sue molteplici forme, alcune delle quali non ancora analizzate dai modelli proposti³⁷⁹, fosse un elemento scatenante l'*Underpricing*.

In tal senso oltre a verificare, come già fatto da Chen Z. *et al.* (2007), se la figura dei *manager* delle SOE potesse a vario titolo essere parziale causa dell'IPO *Underpricing* registrato (rilevazione coerente con le aspettative), essi indagarono un'altra forma di intromissione Governativa, questa volta nella veste del CSRC: più nello specifico cercarono di capire se la sua minor incidenza - a seguito del passaggio al *bookbuilding approach* - avesse parimenti portato a registrare dati di sotto-prezzamento inferiore. Questo metodo infatti prevedeva, come ampiamente detto, che il prezzo di quotazione delle azioni fosse decretato coinvolgendo qualificati investitori istituzionali tra i quali anche i cosiddetti QFIIs.

Il fenomeno dell'*Underpricing* venne pertanto analizzato guardando se sussistevano differenze tra il periodo *pre bookbuilding* e quello *post*, così da capire se tale riforma fosse andata a beneficio del contesto finanziario cinese: Ovviamente gli autori si aspettavano di registrare dati di IPO *Underpricing* inferiori dopo il 2005 poiché a partire da questa data il prezzo avrebbe dovuto rispecchiare maggiormente le richieste degli investitori e meno le influenze del Governo³⁸⁰.

I dati empirici risultanti dal modello di Teshima&Suzuki confermarono le aspettative degli autori: in particolare essi rinvennero dei coefficienti associati alle variabili esogene *State-Owned* e *Pre-Reform* non solo positivi, ma anche statisticamente

³⁷⁹ Teshima e Suzuki nella loro analisi classificarono quali SOE tutte le imprese che tra gli azionisti annoverassero il Governo o altre entità statali.

³⁸⁰ Va precisato che nella formulazione della loro ipotesi Teshima e Suzuki non sostennero mai che i costi per la quotazione erano stati complessivamente ridotti, bensì solo quelli indiretti, collegati nello specifico all'*Underpricing*. Ciò non toglie infatti che il totale dei costi sopportati dalle imprese possa non essere variato o addirittura aumentato poiché a minor costi indiretti sono subentrati maggior costi diretti quali quelli di *auditing*, *underwriting* o di revisione dei compensi dovuti. Effettivamente dalla loro indagine emerse che a seguito del 2005 i costi diretti di quotazione in Cina hanno subito un notevole incremento. Questo va ricondotto principalmente alle ricompense più elevate richieste dagli *underwriter* per compensarli del maggior sforzo compiuto con la nuova procedura di *bookbuilding* [Ljungqvist *et al.* (2003)].

significativi³⁸¹. Questo pertanto a conferma dell'influenza negativa che lo Stato, qui nella duplice veste del *management* e dell'autorità regolamentare, è stato in grado di esercitare sull'IPO *Process*, per lo meno fino all'adozione di sistemi che ne hanno permesso una maggiore liberalizzazione dallo stesso³⁸².

Ciò detto ora si procede con la parte più prettamente teorica ed empirica dell'intero elaborato dove si cercherà, attraverso un proprio campione di indagine, di analizzare il fenomeno di *Chinese IPO Underpricing* proprio alla luce delle teorie sopra riportate.

³⁸¹ Nello specifico l'analisi ha fatto registrare un risultato medio pari a 60,7% per l'intero campione con un distinguo tra le SOE (76,9%) e le *Non State* (45,9%). Si tratta indubbiamente di un dato elevato, ma pur sempre inferiore a quanto registrato nelle altre analisi condotte precedentemente.

³⁸² Va specificato che nella regressione sono state inserite altre variabili di controllo *standard*: nello specifico una variabile che rappresentasse le condizioni di mercato (c.d. *market*), nonché la *issue* o *offering size* e la *firm size*. Proprio con riferimento all'andamento di mercato si assiste ad un'anomalia: ci si aspetterebbe una relazione positiva con tale variabile [Derrien&Womack (2003); McGuinness (1992), Ritter (1984)] mentre in questo caso, anche se non statisticamente significativa, essa assume segno negativo. Probabilmente questo fatto è dovuto proprio ai comportamenti opportunistici dei *manager* e delle autorità statali che, per il raggiungimento di propri scopi, sono stati anche disposti a sottoquotare durante fasi ribassiste di mercato. Ulteriore stranezza anche con riferimento alle altre due variabili di controllo utilizzate, *firm* e *offering size*: comunemente ci si aspetterebbe una relazione statisticamente significativa e di segno negativo tra le stesse e l'*Underpricing*, poiché all'aumentare di queste variabili si riduce l'incertezza che circonda la fase di prima quotazione e parimenti si riduce la possibilità per gli investitori di richiedere prezzi più bassi [Beatty&Ritter (1986)]. Ciò nonostante dalla regressione in oggetto tali variabili non risultano essere significative neppure ad un livello di significatività del 10%: questo fatto probabilmente sta ad indicare che, almeno secondo l'analisi condotta da Teshima&Suzuki (2008), nel contesto cinese l'asimmetria informativa è meno rilevante delle caratteristiche istituzionali, che infatti rivestono un ruolo molto più preponderante.

Capitolo IV

IPO Underpricing in Cina: evidenze empiriche sul tema

4.1. OBIETTIVI

Fino a questo punto del presente elaborato ci si è soffermati ad illustrare nel dettaglio le caratteristiche dell'IPO *Process* (I capitolo), nello specifico con riferimento al particolare contesto cinese (II capitolo), offrendo contestualmente un'approfondita panoramica degli studi che ne hanno indagato le cause, sia con riferimento allo scenario occidentale che a quello, qui di maggior interesse, asiatico (III capitolo).

Il contributo di accademici e di ricercatori esterni, i quali attraverso i loro *paper* hanno tentato di dipanare uno dei dieci *puzzle* della finanza [Brealey&Myers (2002)] appunto l'*Undepricing*, è stato indubbiamente rilevante: tuttavia se ne vuole ora qui fornire uno di natura prettamente personale alla lettura del fenomeno, cercando – attraverso la costituzione di un proprio campione di analisi e la conduzione di un'indagine *ad hoc* – di fornire una propria visione dello stesso, nonché possibili spiegazioni ai dati raccolti.

In questo senso, poste le indispensabili basi per un'accurata conoscenza del fenomeno di prima quotazione, congiuntamente all'illustrazione di tutte quelle *Chinese Characteristics* che lo contraddistinguono³⁸³, ora l'intento è di rilevare se sussiste un'eventuale conformità dei risultati qui rinvenuti rispetto a quanto registrato dagli autori precedentemente citati.

Nello specifico i dati si riferiscono a 868 *A Shares* IPO, avvenute sia nella Borsa di Shanghai che in quella di Shenzhen durante il quadriennio 2009-2012, pertanto in un lasso temporale estremamente recente.

La scelta del periodo non è stata ovviamente una casualità, bensì la stessa è stata dettata dalla ferma volontà di fornire un contributo il più possibile vicino ai “giorni nostri”, sia in un'ottica di distinzione dagli altri studi finora condotti, i quali si sono normalmente focalizzati su intervalli storici più datati, sia per fornire una lettura del fenomeno il più

³⁸³ Per un approfondimento in tal senso si rimanda al capitolo II nel quale l'argomento viene trattato diffusamente.

possibile “aggiornata” e quindi di maggiore interesse soprattutto perché scevra da elementi distorsivi nell’indagine, come si sarebbe invece verificato qualora si fosse ad esempio preso a riferimento un periodo a cavallo del 2001, anno di abolizione del *Quota System*.

Ovviamente, alla luce del recente *time sample* considerato, nonché del lungo e travagliato percorso di riforme che ha interessato la Cina durante quest’ultimo ventennio e che è stato implementato con l’intento di *shiftare* l’assetto finanziario di tale nazione asiatica verso un sistema più *market driven* e meno *central planned*, le aspettative per l’indagine qui condotta sono di rilevare una forma di *Underpricing* sicuramente di magnitudine inferiore rispetto a quanto rinvenuto nel passato, proprio in un’ottica di costante miglioramento. Qualora si rilevasse l’esatto opposto sarà obiettivo di questo studio comprendere le cause che hanno portato a questa “inversione di tendenza”, sia qualora la stessa si manifesti in una forma di maggior *Underpricing* rispetto al passato, sia nel caso si rilevi, all’opposto, un dato di *Overpricing*.

La parte che segue del presente studio sarà così articolata: nel secondo paragrafo verrà descritto il *Dataset* impiegato, congiuntamente ad una breve descrizione delle fonti, delle motivazioni che hanno condotto verso questa specifica scelta in fase di selezione delle informazioni, nonché della metodologia impiegata in tal senso per giungere al risultato finale. Verrà inoltre fornita una descrizione introduttiva delle variabili che verranno utilizzate nel campione e la cui trattazione più approfondita avverrà nella quarta sezione. Il terzo paragrafo chiarirà invece le modalità di calcolo impiegate per individuare il dato di *Underpricing* anche alla luce dei differenti approcci impiegati in tal senso dagli autori citati precedentemente i quali hanno manifestato opinioni difformi in questa direzione. Contestualmente verrà qui fornita una dettagliata descrizione degli indici presi a riferimento in questo campione, elemento chiave per implementare una delle modalità di calcolo dell’*Underpricing* di cui si tratterà nel seguito.

A questo farà seguito il quarto paragrafo nel quale, cuore effettivo dell’intera analisi, verranno riportati i risultati concretamente ottenuti e le evidenze empiriche che ci si auspica, rispondano alle aspettative descritte alcune righe prima. In questa parte verrà fatto ampio uso di differenti statistiche descrittive calcolate con riferimento alle variabili sopra citate, così da comprendere se vi siano legami tra l’andamento di queste ultime ed

il dato di *Underpricing* rilevato: si tratta di un approccio ampiamente utilizzato in tutti gli studi precedentemente citati, e per questo motivo implementato anche per la seguente analisi. Questo passaggio parimenti permetterà di ri-agganciarsi all'*Overview* proposta nel paragrafo 3.6, così da comprendere se le teorie che in quella sede ed in quegli specifici *paper* erano stati in grado di spiegare il fenomeno siano applicabili anche in questo contesto. In tale sezione verranno inoltre proposte numerose analisi *by sector* così da sottolineare, qualora sussistano, eventuali legami tra il settore di appartenenza dell'impresa ed il dato di *Underpricing-Overpricing* registrato.

Infine il quinto ed il sesto paragrafo chiuderanno l'analisi riportando rispettivamente alcune spiegazioni ed interpretazione dei dati che permettano di giustificare i risultati testé rinvenuti, nonché un discorso conclusivo di chiusura dell'indagine complessivamente condotta, sia a livello di campione che di intero elaborato.

4.2. DATASET E METODOLOGIA DI RICERCA

Allo stato attuale, nonostante i notevoli passi avanti fatti in tale direzione, il contesto finanziario cinese permane purtroppo ancora di difficile accesso, nonché assai segmentato. In tal senso, in un'ottica di raccolta delle informazioni rilevanti per la costituzione di questo campione d'analisi, riuscire ad individuare la totalità delle informazioni enunciate nei *paper* precedenti si è palesata quale possibilità attualizzabile solo parzialmente.

Nello specifico il *dataset* utilizzato è stato fornito da Nomura Inc., un'impresa finanziaria giapponese attiva nei servizi di investimento a clienti privati, istituzionali e governativi³⁸⁴: quest'ultimo è stato poi incrociato con le informazioni fornite parimenti da Citi Group, al fine di pulire il campione da eventuali inesattezze o completare il dato laddove non si disponesse della totalità delle informazioni necessarie.

³⁸⁴ Si tratta nello specifico di una società fondata ad Osaka nel 1925. Ad oggi ha uffici in tutto il mondo, nello specifico l'area asiatica è coperta dall'ufficio di Hong Kong, mentre possiede contestualmente sedi anche a Londra e New York. Nel 2008 il gruppo Nomura acquistò l'unità *Equity&Investment* di Lehman Brothers Holding per l'Asia e l'Europa. Per ulteriori informazioni si veda il relativo sito *web* <www.nomura.com>.

In alcuni casi si è infatti dovuto attingere in parte dall'una ed in parte dall'altra fonte per riuscire ad ottenere una panoramica completa di tutte le informazioni disponibili per quella determinata impresa. Entrambe le società nel reperimento dati si sono appoggiate a Bloomberg, *premium provider* di informazioni di matrice finanziaria.

Entrando nel vivo dei dati raccolti, questo campione tratta ed analizza 868 A Shares IPO avvenute sia nella Borsa Valori di Shanghai che in quella di Shenzhen: la giustificazione per la suddetta numerosità campionaria, non così elevata se confrontata con altri studi precedenti, risiede nel fatto che l'interesse in questo particolare caso empirico è stato rivolto ad un intervallo temporale estremamente recente, nonché ridotto.

Le IPO raccolte infatti fanno riferimento al solo quadriennio 2009-2012: la motivazione che ha spinto a tale scelta in termini di *time sample* risiede nel fatto che, considerando che gli studi precedentemente analizzati non si sono estremamente focalizzati sugli anni più recenti - o perlomeno, qualora lo abbiano fatto, hanno proceduto includendo nel loro intervallo temporale periodi storici fortemente distorsivi in termini di rilevazione dell'*Underpricing* [Mok&Hui (1998), Chi&Padgett (2005); Su&Fleisher (1999)]³⁸⁵ - in questo particolare caso si adotterà un approccio leggermente diverso, anche per evitare di riproporre un'analisi ripetitiva, poiché già effettuata dalla moltitudine di autori sopra citati.

L'idea alla base è di fornire un contributo di indagine che sia il più recente possibile, così da catturare gli ultimi andamenti in termini di IPO *Underpricing*: questo permetterà

³⁸⁵ Si ricorda infatti, giusto per proporre una veloce panoramica dei dati di partenza su cui poggiavano i tre *paper* sopra citati, che Mok&Hui (1998) partirono da un *time sample* estremamente ridotto e concentrato unicamente sui primi anni di storia dei mercati finanziari cinesi (1990-1993), allora ancora estremamente volatili ed immaturi poiché in fase di primissima formazione: non deve pertanto stupire che gli stessi autori rinvennero un dato di *Underpricing* del 289%. Chi&Padgett (2005) adottarono invece una finestra temporale leggermente più recente (1996-2000), ma pur sempre inficiata da metodi allocativi e di *pricing* attualmente in disuso (si focalizzarono infatti in un periodo storico nel quale il *Quota System* era ancora in auge): questo ha ovviamente influenzato il risultato finale in termini di *Underpricing*, portando alla rilevazione di un dato medio pari a 129,16%. Infine lo studio di Su&Fleisher (1999) ha addirittura incluso gli anni antecedenti all'ufficiale anno di fondazione delle Borse Valori di Shanghai e Shenzhen, prendendo a riferimento un *time sample* dal 1987 al 1995 e conducendo alla rilevazione di un dato di *Underpricing* di portata eccezionale: 948,6%. Uno dei pochi esempi di *paper* che si sia focalizzato su un periodo storico più recente è il caso di Teshima&Suzuki (2008) che, con l'intento di analizzare il differente livello di *Underpricing* registrato tra IPO e PIPO, presero come *time sample* il biennio 2004-2005, rilevando un sotto-prezzamento medio del 60,7%, come riportato in chiusura del III capitolo.

di verificare, come accennato precedentemente tra gli obiettivi, se la totalità delle riforme implementate durante questo ventennio di vita delle Borse Valori, e volte alla creazione di un mercato più accessibile, limpido ed efficiente, abbiano portato al risultato sperato in termini di minor *Undepricing*.

Nello specifico l'arco temporale preso a riferimento va dal mese di giugno 2009 (26 giugno 2009) al mese di settembre 2012 (24 settembre 2012), periodo per il quale Nomura e Citi Group disponevano dei dati richiesti e durante il quale si sono mediamente quotate 217 *A Shares company*, con un prevalenza di quotazioni presso la Borsa di Shenzhen rispetto alla controparte di Shanghai, che infatti pesa per il solo 10% a totale campione (dato medio di IPO per *Stock Exchange*: 195 IPO a Shenzhen *versus* le 22 avvenute a Shanghai)³⁸⁶.

Va sottolineato a titolo informativo, ma anche per chiarire la base dati impiegata in questa indagine, che nessuna delle 868 imprese è stata oggetto, durante il periodo considerato, di un processo di *delisting*: nessuna società infatti, dopo aver fatto il suo ingresso nei mercati finanziari, ne è contestualmente anche uscita, per lo meno non durante il quadriennio preso a riferimento.

Il dato di per sé non deve stupire. Considerato infatti il breve intervallo temporale ci si sarebbe dovuti sorprendere della rilevazione opposta: risulta infatti alquanto insensato che una società affronti l'intero processo che la conduce alla quotazione, tra l'altro di per sé spesso tortuoso e burocratico, per poi fare la sua uscita dai mercati finanziari in un periodo inferiore alla soglia dei cinque anni.

Va infatti ricordato che tra le cause principali che spingono una società a rivolgersi al mercato dei capitali vi è la necessità di reperire fondi: abbandonare questa ambita possibilità di *fund raising* dopo un periodo di tempo troppo esiguo per concludere concretamente qualcosa potrebbe vanificare tutti gli sforzi compiuti in questa direzione.

In merito alla scelta circa le piattaforme di negoziazione non deve sorprendere il *focus* verso le Borse Valori di Shanghai e Shenzhen, escludendo pertanto l'altra *Stock Exchange* di cui si è trattato nei capitoli precedenti del presente elaborato: Hong Kong.

³⁸⁶ I dettagli in tal senso verranno forniti nella tabella 1, di seguito riportata.

Come già ampiamente discusso nel II capitolo, all'interno del paragrafo a ciò dedicato, tale Borsa, seppur appartenente ad un agglomerato territoriale conosciuto con il nome di *Greater China*, si palesa di per sé quale realtà finanziaria a sé stante, facendo da sempre registrare livelli di *Underpricing* completamente disconnessi, perché notevolmente inferiori rispetto agli stessi rilevati presso le Borse di Shanghai e Shenzhen (*Greater China versus Mainland China*)³⁸⁷.

Questo, come si ha già avuto modo di specificare, dipende *in primis* da motivazioni di natura storica derivanti dalla dominazione anglosassone che per decenni ha caratterizzato tale territorio, importando al contempo anche l'impianto finanziario adottato in patria, più regolamentato ed efficiente. Oltre modo questa Borsa ha una storia alle spalle ben più lunga rispetto alle cugine Shanghai e Shenzhen, ragion per la quale nel corso degli anni eventuali anomalie sono state gradualmente appianate anche sulla base dei dati storici.

Da qui la decisione di non includere, ai fini della costituzione del presente campione, le IPO avvenute nella Borsa di Hong Kong, troppo lineari ed ordinarie per essere oggetto di indagine.

Anche la scelta in merito alla classe azionaria presa a riferimento nel campione non è ovviamente una casualità: come ampiamente ribadito tra I e III capitolo, nonostante alle società quotande sia concesso di emettere parimenti *A Shares* e *B Shares*, e nonostante le due tipologie azionarie conferiscano gli stessi diritti in termini di *cash flow* e di natura amministrativa [Mok&Hui (1998), Su&Fleisher (1999)], tuttavia le *A Shares* hanno rinomatamente sofferto di livelli di *Underpricing* ben superiori: elemento che di per sé le rende oggetto estremamente più interessante ai fini della nostra analisi e non a caso classe azionaria preferenziale nell'indagine di tutti i *paper* analizzati³⁸⁸.

³⁸⁷ Si veda in tal senso il capitolo I, nello specifico la tabella H nella quale vengono riportati gli *Average Initial Return* per 49 paesi: già da questa fonte si poteva constatare come delle 1259 IPO avvenute ad Hong Kong tra il 1980 ed il 2010 queste avessero fatte registrare un dato di *Underpricing* davvero irrilevante se confrontato con le altre controparti domestiche: solamente il 15,4%.

³⁸⁸ Per la precisione alcuni di questi [Chan *et al.* (2004), Chen *et al.* (2004), Ma&Faff (2007), Su&Fleisher (1999), Mok&Hui (1998)] sono stati in grado di fornire un'analisi incrociata, indagando il fenomeno di IPO *Underpricing* tanto con riferimento alle *A Shares* che alle *B Shares* anche al fine di confermare la teoria secondo la quale la seconda tipologia quota a prezzi inferiori e soffre al contempo di un sotto-prezzamento meno elevato. Tuttavia moltissimi sono stati anche i modelli che si sono invece focalizzati sulle sole controparti A, come nel caso che si sta ora illustrando: Chen Z. *et al.* (2007), Cheung *et al.* (2009), Chi&Padgett (2005), Chiou *et al.* (2010), Francis *et al.* (2009).

Inoltre, come già sottolineato nel II capitolo, le *B Shares* si configurano indubbiamente quale seconda *Tradable class*, considerato l'esiguo volume di negoziazione che le caratterizza, congiuntamente con il loro basso valore facciale.

Tuttavia è corretto specificare che è in fase di *information gathering* è anche emersa una difficoltà nell'ottenere dati circa tale classe azionaria: questo poiché gli investitori stranieri interessati all'acquisto sono tenuti a rispettare le già citate regole del QFII in termini di accesso ad un numero limitato di quote: da qui la decisione di non includere questa dimensione all'interno del presente studio, data la problematicità di individuazione dei dati.

I dati reperiti attraverso Bloomberg per ciascuna delle 868 realtà industriali protagoniste di IPO in questo intervallo temporale sono - oltre ovviamente alle informazioni generiche relative all'*issuer* sia in termini di identità societaria che di *ticker code* per l'identificazione della stessa nei mercati finanziari - tutti i dettagli relativi:

- alla *pricing date* e alla *first trade date*³⁸⁹;
- all'*offering price* espresso in Renminbi³⁹⁰;
- al valore del *deal* (\$US mm) che sostanzialmente si configura quale ammontare totale di capitale raccolto o, se si vuole utilizzare un'altra chiave di lettura, quale *floatation size* a cui facevano riferimento Chi&Padgett (2005) nel loro *paper* per approssimare l'incertezza *ex ante*;
- al dato di *share closing price* registrato tanto il primo giorno di quotazione (*first day closing price*) - così da analizzare l'*Undepricing* alla *IPO date* – quanto con riferimento al ventesimo *trading day*, al fine di riportare anche l'evoluzione dello stesso nel breve termine. In particolare va ricordato che questo approccio, con riferimento al contesto asiatico, era stato precedentemente implementato da Chi&Padgett (2005) i quali, assieme ad altri autori³⁹¹, sono un punto di

³⁸⁹ Ovviamente questa duplice informazione ha consentito di rilevare il *Time Lag* associato a ciascuna delle 868 quotazioni analizzate.

³⁹⁰ D'ora in avanti si utilizzerà la sigla CNY per indicare la valuta nazionale, così come avviene nel linguaggio finanziario.

³⁹¹ Oltre infatti a Chi&Padgett (2005) per la costituzione di questo campione, nonché per condurre la relativa analisi che segue, sono stati presi a riferimento gli studi condotti da autori quali Chan *et al.* (2004), Chen *et al.* (2004), Chen Z. *et al.* (2007), Cheung *et al.* (2009), Chiou *et al.* (2010), Francis *et al.* (2009), Ma&Faff (2007), Mok&Hui (1998) e Su&Fleisher (1999); tutti analizzati nel III capitolo.

riferimento per la stesura di questa indagine³⁹²;

- al settore di appartenenza (*GIG code*), così da poter eventualmente condurre un'analisi che evidenziasse eventuali connessioni tra il livello di *Underpricing* registrato e determinati distretti industriali, genericamente considerati più rischiosi³⁹³;
- alla profittabilità dell'impresa quotanda espressa attraverso il relativo dato di EPS (CNY) registrato sia durante l'anno di quotazione, sia nell'anno precedente, così da avere una panoramica dell'andamento della società che non guardasse esclusivamente al dato condizionato dalla scelta di quotarsi;
- al numero di azioni emesse in fase di IPO, congiuntamente al dato del totale azionario esistente una volta che la quotazione ha avuto luogo, in modo tale da aver un'informazione relativa al peso percentuale che l'operazione di *Floatation* ha avuto sul totale dell'*equity* esistente;
- all'andamento dell'indice di Borsa preso a riferimento (relativo *closing price*) al fine di studiare e calcolare l'*Underpricing* tanto con riferimento alla data di effettiva quotazione che a 20 giorni di distanza³⁹⁴. In questa particolare circostanza, avendo posto un *focus* sulle IPO che coinvolgono solo *A Shares* non deve stupire rilevare che i *benchmark indeces* sono rispettivamente lo Shanghai Stock Exchange *A Share Index* e lo Shenzhen Stock Exchange *A Share Index*.

Entrando invece nel dettaglio della numerosità campionaria, oltre al dato a totale campione se ne vuole ora dare uno spaccato più preciso sia su base d'anno che mensile.

³⁹² Per essere più precisi essi indagarono il fenomeno di *Underpricing* nello *short term* suddividendo lo stesso tra un intervallo a 5, 10, 15 e 20 giorni lavorativi dall'IPO effettiva. Purtroppo in questa analisi non si è stati in grado di fornire tale dettaglio, tuttavia si è riusciti a rilevare il dato temporale più rilevante tra i quattro - perché più lontano nel tempo: quello a 20 giorni.

³⁹³ Lo spunto in tal senso è stato fornito sempre dall'indagine di Chi&Padgett (2005) che, con l'intento di comprendere se la teoria sull'asimmetria informativa potesse trovare applicazione nel contesto finanziario cinese, usarono, fra le molte *proxy*, una variabile che rappresentasse il settore *High Tech*, rinomatamente considerato tra i più rischiosi, benché ad altissimo potenziale. Effettivamente gli autori riscontrarono un maggior sotto-prezzamento laddove il settore di appartenenza della società quotanda fosse proprio quello tecnologico: questo è quello che teoricamente ci si aspetta di rilevare anche in questo studio che si sta andando ora ad implementare.

³⁹⁴ Per comprendere la motivazione sottostante al reperimento di questa informazione si prosegue nella lettura del prossimo paragrafo.

In primo luogo si vuole sottolineare la distribuzione temporale delle IPO durante il *time sample* preso a riferimento: come si evince chiaramente dalla tabella 1, su un ammontare totale di 868 IPO ben 344 hanno avuto luogo nell'anno 2010 (quasi il 40% del totale) e 270 nell'anno seguente (circa il 32% del totale): questo biennio si è pertanto dimostrato estremamente rigoglioso in termini di *Going Public Process*, rappresentando esso stesso più del 70% del campione.

Per quel che concerne i dati di minimo rilevati va precisato che, nonostante il 2009 abbia fatto registrare il minor numero di IPO (112), sarebbe più corretto definirlo in qualità di semestre piuttosto che in quella d'anno: ricordando infatti che la prima IPO considerata in questo specifico campione è avvenuta in data 26 giugno 2009 (con una *listing date* al 10 luglio 2009 per la precisione) è chiaro come l'intero anno sia in realtà costituito da un numero esiguo di mesi, ragion per la quale non sarebbe propriamente corretto operare questo tipo di confronto se non nel caso di anno totale *versus* anno totale, come per il biennio 2010-2011.

Tabella 1: Size Sample

ANNO	TOTALE	Shenzhen SE	% annua	Shanghai SE	% annua
2009	112	104	93%	8	7%
2010	344	320	93%	24	7%
2011	270	235	87%	35	13%
2012	142	120	85%	22	15%
TOT No. CAMPIONE	868	779	90%	89	10%
AVG IPO No.	217	195		22	

La piattaforma di negoziazione che si palesa quale indiscussa protagonista in questo campione è indubbiamente quella di Shenzhen che, pressoché in tutti gli anni presi a riferimento, conta all'incirca per il 90% sul totale analizzato, con oscillazioni su base annua che variano da un minimo di 85% ad un massimo di 93% (104 IPO sulle 112 a totale anno 2009, praticamente l'intero ammontare): è indubbio pertanto che il *return*, sia esso nella forma di *Over* o *Underpricing*, registrato presso questa Borsa Valori peserà moltissimo in termini complessivi di modello, nonché la stessa giocherà un ruolo chiave in termini di media ponderata.

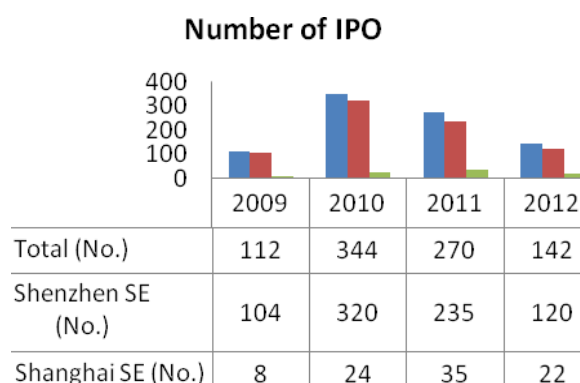
Meno rilevante l'apporto della Borsa di Shanghai la quale presenta un peso variabile tra il 7% ed il 15% sul totale annuo: va tuttavia ricordato che i requisiti per essere ammessi

alla quotazione in questa Borsa Valori, terzo mercato asiatico in termini di *market cap* dopo la Borsa di Tokyo ed Hong Kong (tabella J), sono decisamente più stringenti, pertanto il dato rilevato in termini quantitativi non deve assolutamente meravigliare.

La Shenzhen Stock Exchange è d'altro canto, come illustrato nel II capitolo, estremamente dinamica soprattutto in tema di prima quotazione: essa in particolare accoglie tutte quelle realtà industriali che, impossibilitate a quotarsi presso il listino di Shanghai date le dimensioni eccessivamente ridotte o l'eccessiva rischiosità, godono tuttavia di margini di profittabilità e prospettive di crescita notevoli, tipico ad esempio delle società appartenenti al settore dell'*High Tech*³⁹⁵.

Nonostante pertanto entrambe le Borse si presentino quali entità legali indipendenti, senza scopo di lucro, supervisionate dall'unica autorità regolamentare riconosciuta, il CSRC, che è la sola indiscussa istituzione a consentire o negare la quotazione (le Borse infatti in tal senso non hanno alcuna autorità), in questo specifico campione si assiste ad un indubbio *shift*: l'asse di preferenza è notevolmente sbilanciato a favore del listino di Shenzhen. Per una visione più chiara della numerosità si fornisce di seguito un istogramma su base annuale:

Istogramma 1



³⁹⁵ Per aver conferma di quanto detto si prosegue nella lettura del presente caso: nello specifico soffermandosi sulla classifica delle *Top 10 IPO* in termini di *deal value* (\$US mm), nelle quali primeggia non a caso, considerati i requisiti dimensionali, la Borsa di Shanghai, e sulla classifica delle *Top 10 IPO* in termini di profittabilità, misurata utilizzando l'EPS: in questo caso a farla da padrone è la piattaforma di Shenzhen che, per l'appunto, capta l'attenzione di imprese ad alto potenziale di crescita e di *revenue*. Per quanto concerne invece l'analisi di settore che verrà presentata successivamente, anche in questo caso delle 175 realtà industriali quotate durante il periodo sotto analisi, ed afferenti al settore "Computer & Electronics", solo 7 di queste si sono quotate a Shanghai: nuovamente viene ribadito come la borsa di Shenzhen sia un catalizzatore per questo tipologia di impresa..

Tuttavia per un'indagine più approfondita la stessa dimensione temporale delle IPO è stata analizzata - oltre che su base annuale - anche su base mensile (tabella 2), così da mettere in luce eventuali *trend* stagionali e formulare parallelismi, qualora si rilevino, con l'andamento dei relativi indici di riferimento di cui si fornirà ampia trattazione al prossimo paragrafo.

In questo senso vengono forniti dapprima una tabella di dettaglio (tabella 2) e successivamente il relativo istogramma, sempre adottando un approccio che, oltre il dato a totale, fornisca uno spaccato anche sulle relative Borse.

Tabella 2: Monthly IPO size

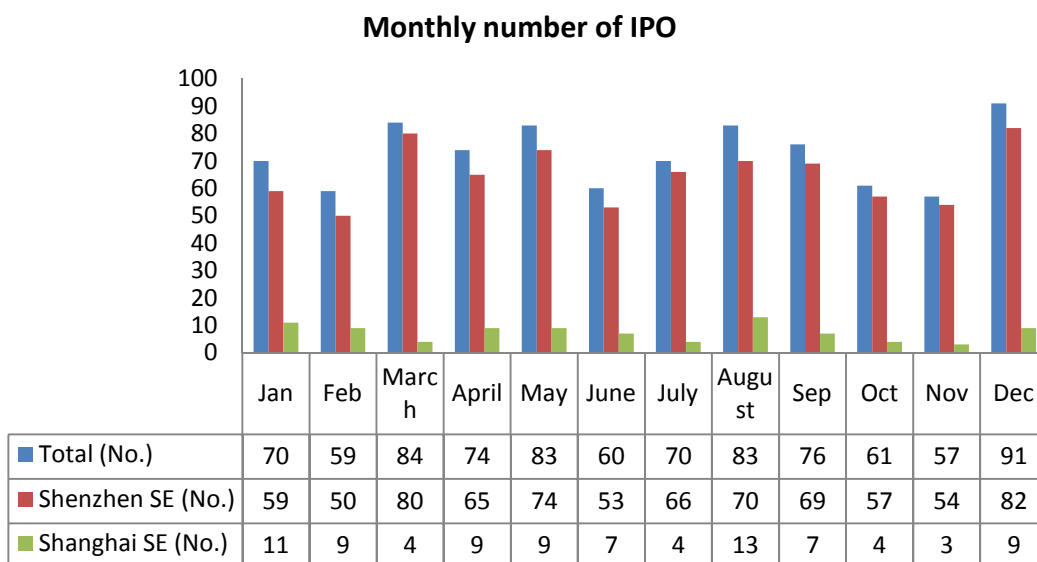
MESE	Totale (No.)	Shenzhen SE (No.)	Shanghai SE (No.)
Gennaio	70	59	11
Febbraio	59	50	9
Marzo	84	80	4
Aprile	74	65	9
Maggio	83	74	9
Giugno	60	53	7
Luglio	70	66	4
Agosto	83	70	13
Settembre	76	69	7
Ottobre	61	57	4
Novembre	57	54	3
Dicembre	91	82	9
TOTALE	868	779	89
AVG (monthly)	72	65	7
ST.DEV.(monthly)	11	11	3

Come si evince si assiste ad un picco nell'ultimo mese dell'anno, Dicembre, che totalizza complessivamente 91 IPO: a seguire il mese di Marzo, con 84, ed Agosto-Maggio a pari merito (83).

In termini opposti invece Novembre si configura quale mese con il dato di IPO più basso in assoluto, seguito da Febbraio: quest'ultima informazione in particolare potrebbe essere giustificata dalla ridotta attività che caratterizza questo specifico periodo dell'anno, essendo i mercati finanziari cinesi chiusi per una settimana in occasione dei festeggiamenti del *Chinese New Year* o, anche detto, *Spring Festival*

Holiday, la cui ricorrenza cade indubbiamente nel secondo mese dell'anno, ma con date differenti di volta in volta.

Istogramma 2



Alla luce di quanto rilevato si può in un certo qual modo sostenere la presenza di una data stagionalità in fase di IPO, più facilmente individuabile utilizzando il grafico sovrastante: come si può notare infatti si assiste ad un numero più elevato di imprese pronte a quotarsi tra i mesi di marzo, aprile, maggio (con una leggera depressione nel mentre), a cui fa seguito un periodo di inferiore IPO *activity*.

Tuttavia il *trend* riprende a crescere tra i mesi di luglio, agosto e settembre, nonostante quest'ultimo faccia da apri pista ai toni più smorzati rilevati tra ottobre e novembre: infine, come precedentemente descritto, in concomitanza all'ultimo mese dell'anno si assiste ad un picco nei processi di IPO. In sintesi l'analisi di questo particolare campione ha portato alla rilevazione di un tipico *trend* stagionale, considerato l'andamento ondulatorio testé descritto e visibile anche a grafico.

Tale analisi sulla numerosità campionaria, tanto su base annua che mensile, verrà ripresa ed approfondita al prossimo paragrafo, fornendo una lettura incrociata della stessa congiuntamente all'andamento dei relativi indici di Borsa: questo al fine di

verificare se vi sia una qualche corrispondenza tra i periodi con una maggiore concentrazione di IPO e le *performance* fatte registrare nei listini borsistici, così come teorizzato dalla *Hot Issue Market Theory* più volte citata nel corso dell'elaborato [McGuinness (1992), Reilly (1977)].

4.3. MODALITA' DI CALCOLO DELL'UNDERPRICING E BENCHMARK INDECES

Fornito il dettaglio di informazioni di cui sopra, prima di procedere con una panoramica dettagliata dei risultati ottenuti è fondamentale soffermarsi un attimo sulle modalità di calcolo impiegate per rilevare l'*Underpricing*.

Come si accennava infatti precedentemente si possono impiegare formule differenti: diventa pertanto indispensabile precisare quale sia stato l'approccio impiegato in questa indagine.

Nello specifico per la misurazione dell'IPO *Underpricing* due sono stati i metodi genericamente impiegati nella letteratura precedente, ragion per cui diventa necessario appurare con un confronto quali tra i due sistemi sia il migliore da implementare.

Da un lato ci si può infatti facilmente imbattere in analisi che, sulla base di una lettura piatta ed estremamente elementare della definizione di *Underpricing*, calcolano lo stesso come semplice rapporto tra il *closing price* il primo giorno di contrattazione e l'IPO *price* determinato nella precedente fase di *pricing* delle azioni, al tutto sottraendo uno³⁹⁶: è questo il caso ad esempio di, solo per citare alcuni, Chen *et al.* (2007), Mok&Hui (1998) Su&Fleisher (1999), Teshima&Suzuki (2008)³⁹⁷.

Nel dettaglio in questo caso l'*Underpricing*, o quello che viene anche comunemente indicato con l'espressione di *raw initial return* poiché non si sa in realtà se la risultante sarà un valore positivo (*Undepricing*) o negativo (*Overpricing*), viene calcolato applicando la seguente formula:

³⁹⁶ Il riferimento al "primo giorno di contrattazione" è una convezione: ovvio è che la stessa formula può tranquillamente essere impiegata anche per il calcolo dell'*Undepricing* in giorni differenti dal primo, esattamente come verrà qui fatto in fase di calcolo del sotto-prezzamento a 20 giorni dalla IPO *date*.

³⁹⁷ Estraniandosi per un attimo dagli studi esclusivamente sino-centrici questa formula è in realtà stata impiegata anche in contesti differenti ad esempio nel *paper* di Ritter (1984) con riferimento al contesto americano.

$$r_{i1} = \frac{P_{i1} - P_{i0} + D_{i1}}{P_{i0}}$$

Nello specifico:

- r_{i1} rappresenta il rendimento giornaliero dell'*i*-esima IPO *Share* il primo giorno di contrattazione che ovviamente è la misura obiettivo che si vuole individuare;
- P_{i1} è il prezzo di chiusura dell'*i*-esima IPO *Share* registrato sempre in concomitanza al primo giorno di negoziazione;
- P_{i0} invece, come facilmente intuibile, rappresenta l'*offering price* sempre relativo al medesimo strumento finanziario;
- infine la componente D_{i1} altro non esprime che l'ammontare di dividendi emessi il primo giorno di contrattazione ed associati a quella stessa IPO *Share*.

Tuttavia, con riferimento a quest'ultimo membro della formula, va chiarito che l'eventualità di una emissione di dividendi in concomitanza all'IPO è talmente remota che lo stesso valore può tranquillamente essere azzerato, portando pertanto alla seguente riscrittura della formula:

$$IPORETN = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Sostanzialmente poco viene modificato rispetto alla versione originale se non l'eliminazione del termine relativo ai dividendi: l'uso dell'espressione IPORETN è una semplice sostituzione di r_{i1} , così da utilizzare una sigla maggiormente impattante - poiché si fa esplicito riferimento al processo di IPO - ed immediatamente comprensibile³⁹⁸.

Diversamente invece altri autori [Chi&Padgett (2005)], sulla scia di quanto originariamente proposto da Aggarwal *et al.* (1993) con riferimento alle IPO avvenute

³⁹⁸ Questa sarà la sigla utilizzata per il campione qui sotto analisi.

in America Latina, applicarono un sistema di calcolo che tenesse conto della *performance* del relativo indice di mercato, così da fornire un dato pulito da eventuali oscillazioni dello stesso, ossia il più *fair* e corretto possibile.

Essi sostanzialmente, invece di calcolare semplicemente il *raw initial return* sopra descritto, impiegarono - come misura del livello di *Underpricing* - il *Market Adjusted Abnormal Initial Return* (MAAR) che, concretamente, si calcola in questa maniera:

$$MAAR_{i1} = 100 \times \left(\frac{1 + r_{i1}}{1 + r_{m1}} - 1 \right)$$

Per quanto riguarda il membro a numeratore si re-incontra il rendimento dell'*i*-esima IPO *Share* registrato il primo giorno di contrattazione, che altro non sarebbe l'*IPORETN* di cui sopra; tuttavia la formula si complica, inserendo a denominatore il *return* del relativo indice *benchmark* per quella determinata IPO ovviamente alla stessa data.

Nello specifico con riferimento a questo membro esso replica la formula già vista, semplicemente cambia l'oggetto alla base del calcolo nel modo seguente:

$$r_{m1} = \frac{P_{m1} - P_{m0}}{P_{m0}}$$

In sostanza quello che si va qui a calcolare è il rendimento registrato dal relativo indice di mercato inteso come differenza tra l'*index closing price* alla data di *listing* e l'*index closing price* alla data di *offering* dell'azione, appunto il primo giorno di contrattazioni³⁹⁹.

La motivazioni avocate da Chi&Padgett (2005) per l'utilizzo di questa formula anziché di quella precedentemente proposta risiedono nel fatto che la stessa fornisce un dato più accurato. Nello specifico questi autori sostennero che, qualora il MAAR venisse

³⁹⁹ Di nuovo il riferimento al primo giorno è solo una convenzione: questa formula può infatti essere declinata considerando giorni diversi dal primo.

interpretato quale una forma di *abnormal return*, ossia di differenza tra il rendimento *actual* dello strumento finanziario e lo stesso dato in forma attesa, in tal maniera si starebbe implicitamente ipotizzando che il rischio sistematico associato a quella determinata IPO sia lo stesso del relativo indice, ossia, in termini più prettamente finanziari, che il beta sia mediamente pari a uno [Chi&Padgett (2005)]. Tuttavia alcuni studi che si erano precedentemente occupati di tale questione [Affleck-Graves *et al.* (1996), Ibbotson (1975)] riscontrarono che il beta associato ad imprese appena quotatesi era mediamente superiore all'unità; pertanto se interpretato in tale maniera il MAAR stava in realtà fornendo una misurazione del fenomeno di *Underpricing* distorta verso l'alto relativamente al mercato [Chi&Padgett (2005)].

Nell'altro senso però lo stesso MAAR può essere interpretato come ottima misurazione del rendimento relativo dal momento che viene inserito il concetto di *benchmark*, completamente trascurato dalla formula precedente. Questo fornirebbe una misurazione notevolmente più accurata: qualora infatti si assista ad una crescita considerevole del relativo indice di mercato, e rammentando che normalmente il *time lag* in Cina è mediamente superiore rispetto ad altri contesti indi per cui c'è il rischio di rimanere bloccati in quella situazione senza *feedback* dall'esterno [Chan *et al.* (2004), Su&Fleisher (1998)], l'utilizzo di un dato "non aggiustato" comporterebbe il rischio di perdere una parte di informazione estremamente rilevante, considerando un rendimento distorto rispetto all'effettivo.

Proprio alla luce di queste constatazioni, e date le particolari caratteristiche dell'IPO *market* in Cina che sappiamo costituire una realtà a sé stante, Chi&Padgett (2005) erano dell'opinione che si potesse sorvolare sull'incongruenza sopra descritta relativamente al beta, poiché i vantaggi dall'utilizzo di questa misurazione superavano i difetti: complessivamente quest'ultima formula riusciva a cogliere più elementi che avrebbero potuto influire sul grado di *Underpricing*, fornendo pertanto una misurazione ed una visione più accurata del fenomeno.

Per quanto attiene questo specifico studio si è deciso di adottare uno schema a doppio binario, calcolando l'*Underpricing* con entrambi i metodi: questo ha contestualmente concesso di operare un confronto tra i due approcci che, tuttavia, come si avrà modo di

vedere successivamente, non ha condotto a risultati estremamente differenti in nessuno dei due scenari implementati, *first* e *20 trading days*. Questa rilevazione trova probabilmente spiegazione nel fatto che i relativi indici di mercati, nella finestra temporale qui presa a riferimento (2009-2012), non sono stati oggetto di andamenti particolarmente degni di nota, se non in forma lieve nel passaggio tra il 2009 ed il 2010 tra l'altro per il solo indice di Shenzhen⁴⁰⁰.

Proprio in questo senso, prima di procedere con una generica rappresentazione del campione e dei risultati ottenuti, si deve chiarire il concetto di *benchmark index*, anche al fine di illustrare quali siano stati gli indici presi a riferimento in questa indagine per il calcolo del MAAR.

Come accennato in sede di elencazione delle variabili impiegate per questo studio, al fine di fornire una misurazione corretta e scevra dall'inclusione di informazioni inutili si è qui deciso di adottare come *benchmark* indici che considerassero esclusivamente la classe azionaria di tipo A.

In tal senso, con distinguo tra le due Borse Valori analizzate, sono stati impiegati lo Shanghai A Share Index e lo Shenzhen A Share Index: i due maggiori *weighted-average indeces* all'interno delle relative Borse Valori.

In entrambi i casi si tratta di indici a capitalizzazione ponderata, nei quali vengono considerate, come si evince dal nome stesso, solo ed esclusivamente tutte le A Shares quotate in questi due mercati⁴⁰¹: molti degli autori finora citati hanno adottato il medesimo approccio, ragione che ci spinge a considerarlo una mossa corretta, nonché coerente con l'intento qui prefissato.

⁴⁰⁰ Per ulteriori approfondimenti sul punto si prosegua nella lettura: verrà infatti fornita una descrizione dei relativi indici *benchmark* oltre che presentata graficamente la *performance* ed il *return* registrati dagli stessi nel quadriennio 2009-2012

⁴⁰¹ Più nello specifico, come riportato in Bloomberg, sia lo Shanghai che lo Shenzhen A Share Index altro non sono che indici che tracciano l'andamento di prezzo giornaliero di tutte le A Shares quotate nelle rispettive Borse Valori e che, come oramai ben noto date le parole spese nella descrizione della *Split Share structure* cinese (capitolo II), sono acquistabili solo ed esclusivamente dagli investitori locali e da qualificati investitori istituzionali stranieri. Nello specifico lo Shenzhen A Share index partì con la classica base di 100 punti il 3 aprile 1991. Per quel che concerne il medesimo indice nella Borsa di Shanghai il valore base di 100 punti venne fissato il 19 dicembre 1990.

L'inclusione della realtà borsistica permette parimenti di appurare se la teoria circa gli *Hot Issue Market*, così come presentata da molti autori quali McGuinness (1992) e Reilly (1977), trovi effettivo riscontro anche in questo specifico campione.

Gli stessi Chi&Padgett (2005), proprio sulla scia di questo filone, formularono - come descritto nel III capitolo - la cosiddetta *Timing Theory*, secondo la quale si sosteneva che il CSRC, nella veste di autorità predisposta, tra le altre cose, a decidere il *timing* di quotazione, attendesse il verificarsi di fasi di mercato cosiddette *buoyant*, ossia floride, per dare il via libera all'IPO. Nello specifico essi rilevarono che, in concomitanza a situazioni nelle quali veniva registrato un elevato *return* sull'indice preso a riferimento, lì si concentravano le IPO sia in termini quantitativi che di magnitudine dell'*Underpricing*: sostanzialmente un elevato numero di prime quotazioni contestualmente alla registrazione di notevoli sotto-prezzamenti laddove il mercato si fosse dimostrato estremamente "dinamico".

Con l'intento di verificare l'applicabilità di questa teoria al campione sotto esame, per lo meno in termini di numerosità considerato che è l'unico dato finora fornito⁴⁰², quello che ci si aspetterebbe di riscontrare è di rilevare un andamento estremamente positivo degli indici in prossimità del 2010 e del 2011 (anni a maggior concentrazione di IPO), con tuttavia un graduale andamento decrescente in concomitanza di tutto il 2012, considerato il basso numero di IPO registrate per quell'anno (142)⁴⁰³.

Lo stesso non si può dire con certezza in riferimento all'anno 2009 poiché, se è vero che si sono registrate solo 112 prime quotazioni, dato in assoluto più basso all'interno del campione, come già detto lo stesso si basa sullo studio di un solo semestre. Trattandosi quindi di un dato parziale non è possibile concludere affermando che anche per quest'ultimo anno, primo nel campione qui sotto esame, ci si attende un dato di questo tipo: si tratterebbe infatti di una considerazione errata perché formulata a partire da una visione parziale della questione.

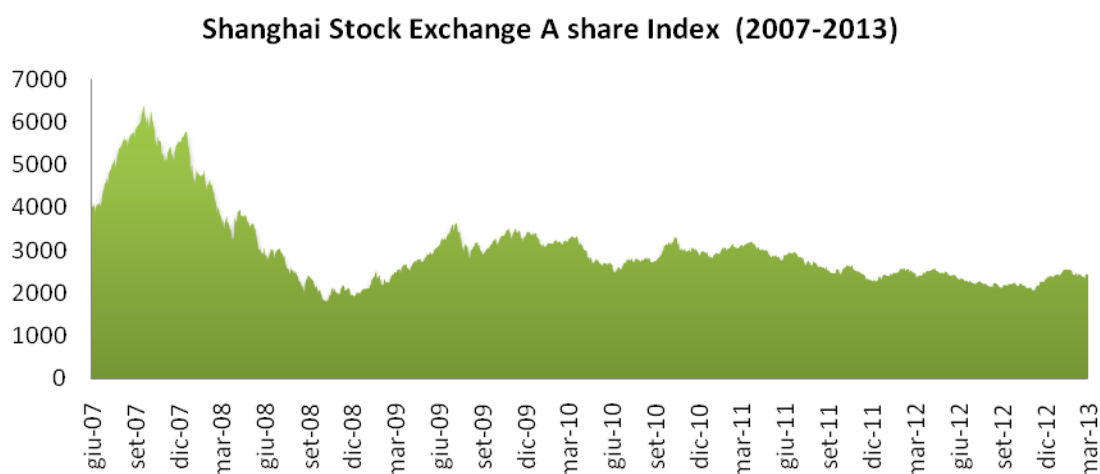
⁴⁰² Infatti il dato di *Underpricing* registrato verrà rivelato solo al prossimo paragrafo pertanto la coerenza tra questo campione e la *Hot Issue Market Theory* verrà al momento appurata solo con riferimento al numero di IPO fatte registrare. Se ne darà invece una lettura anche in chiave di sotto-prezzamento solo successivamente, quando questo dettaglio verrà divulgato.

⁴⁰³ E' vero infatti che al pari dell'anno 2009 anche il 2012 non è considerato interamente all'interno del campione, tuttavia lo stesso conta per quasi la totalità visto che su 12 mesi solo 3 vengono effettivamente esclusi dall'indagine.

Di seguito vengono riportati i grafici esplicativi la *performance* dei relativi indici presi a riferimento (grafico 1 e 2), nonché il *return* mensile registrato dagli stessi (grafico 3 e 4), in una finestra temporale che va, sia per quel che concerne lo Shanghai che lo Shenzhen A *Share index*, dal 2007 fino al dato corrente disponibile al momento di scrittura del presente elaborato (marzo 2013).

Questo orizzonte temporale di considerazione permette quindi di analizzare la *performance* dell'indice in un'ottica di analisi più ampia, includendo anni chiave per i mercati finanziari quali l'anno 2008: proprio per questo motivo si è optato per considerare un intervallo temporale leggermente superiore – in termini di anni – rispetto a quello a totale campione, così da studiare le effettive oscillazioni dello stesso.

Grafico 1



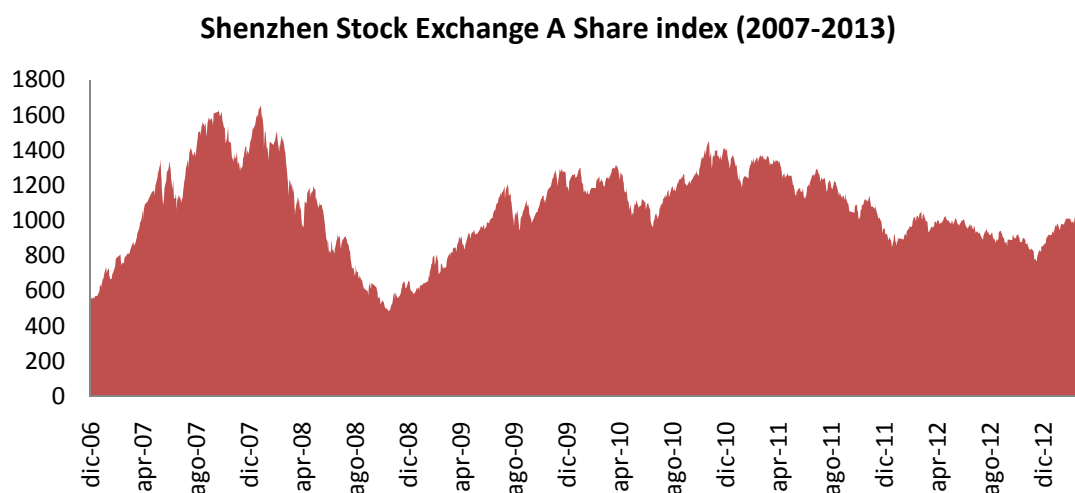
Come si può notare l'indice di Shanghai viaggia su di una scala di valori di *closing price* ben più elevati della controparte di Shenzhen di cui sotto (basti rilevare la scala dell'asse verticale fino a 7000 punti contro i 1800 di massimo a Shenzhen): nulla di cui stupirsi alla luce delle considerazioni più volte fatte circa la differente natura delle due Borse Valori. Tuttavia da questo grafico salta all'occhio la considerevole depressione dello stesso in concomitanza dell'effettivo scoppio della crisi economico-finanziaria del 2008 quando l'indice, dal picco registrato nel mese di ottobre 2007, pari a 6395 punti, toccò il valore minimo di 1763 nel novembre 2008, facendo registrare un collasso del -72,43%.

Tuttavia allo scopo della nostra indagine l'andamento va analizzato nell'intervallo temporale giugno 2009 - settembre 2012 che di per sé, come dimostrato anche dal grafico 1, non manifesta andamenti particolarmente dinamici in specifici periodi, caratterizzandosi al contrario per un andamento alquanto *flat* e comunque assolutamente non paragonabile al periodo pre crisi.

Tuttavia ad analizzare lo stesso più in dettaglio si rileva un anno, il 2009, di ripresa se confrontato con il precedente durante il quale si era assistito ad una totale depressione; lo stesso indice manifesta un leggero calo nel corso del 2010 ed un *trend* decrescente durante tutto l'ultimo periodo considerato: il 2012 si apre infatti registrando il suo massimo ad inizio anno (marzo), con un valore di 2577 punti, ma chiudendo tuttavia l'anno con un minimo di 2052 a dicembre.

In tal senso basti rilevare che i picchi di attività, sia in termini di minimi che di massimi, durante l'intero periodo di nostro specifico interesse (quindi guardando ai dati di Borsa esclusivamente dal 26 giugno 2009 al 24 settembre 2012), si registrano rispettivamente nel mese di settembre 2012 (con un valore di chiusura di 2120 punti) e nel mese di agosto 2009, con un valore di 3644 punti: in tal senso si potrebbe quindi considerare il 2009 (per il semestre qui di nostro interesse) quale l'anno più movimentato in termini di andamenti di Borsa, facendo lo stesso registrare dati di massimo che rilevano anche per gli anni successivi, il cui andamento è infatti decisamente più *smooth*, come evidenziato dal grafico 1.

Grafico 2



Leggermente più movimentato l'andamento dell'indice *A Share* della Shenzhen Stock Exchange: questa constatazione non deve meravigliare anche alla luce della particolare tipologia di imprese che trovano quotazione all'interno di questo listino il quale, come precedentemente illustrato, è la piazza di quotazione preferenziale per realtà societarie ad alto potenziale, ma contestualmente anche più rischiose e quindi caratterizzate da andamenti più volatili.

Nuovamente si rileva, come avvenuto per lo Shanghai *A Share index*, il grande balzo a ribasso che l'indice ha subito in concomitanza della crisi del 2008: in tal specifico caso, dal massimo valore fatto registrare nell'ottobre 2007 (1629 punti) ad un minimo in concomitanza del mese di novembre 2008, in cui l'indice chiuse ad un valore di 480 punti: anche in questo caso si registrò una *performance* dell'indice tra queste due *key date* pari a -70,53%, sulla scia di quanto già verificato per la controparte *A Share index* di Shanghai.

Tuttavia tale listino si è dimostrato maggiormente reattivo e sin dal 2009 ha recuperato il terreno perso, in un'ottica di crescita, per arrivare a registrare pressoché gli stessi valori antecedenti alla crisi economico-finanziaria del 2008. Per la precisione, considerando l'intero intervallo temporale di nostro interesse (giugno 2009 - settembre 2012), l'indice ha registrato un massimo in concomitanza di novembre 2010, quando ha chiuso ad un valore di 1454 punti, ed un minimo nel mese di gennaio 2012, registrando un *closing price* di 851 punti.

Alla luce di quanto testé detto va quindi rilevato come complessivamente l'anno 2012 rappresenti, anche per l'*A Share Index* di Shenzhen, un anno di *downward trend*, passando nello specifico da un massimo (su base annua) di 1057 punti, registrato nel mese di marzo, ad un minimo in concomitanza del mese di dicembre (quindi escluso nella considerazione di prima poiché esterno al campione, ma preso comunque a riferimento in termini di analisi totale), pari a 766 punti⁴⁰⁴.

⁴⁰⁴ E' stato qui riportato il valore di minimo per l'intero anno 2012, e non solo quindi fino a settembre 2012, come imposto dalla dimensione del nostro campione. Da qui spiegato anche l'andamento del grafico sopra riportato che infatti manifesta una discesa del valore proprio in chiusura d'anno.

Di seguito vengono inoltre riportati i grafici relativi ai *monthly return* sugli indici testé descritti, così da avere una chiara panoramica del rendimento che si sarebbe ottenuto andando ad investire capitale in quel determinato indice: decisamente notevole la fluttuazione associata e quindi la relativa volatilità, con i maggiori picchi negativi fatti registrare proprio nell'anno 2008 e nel settembre 2009. Al contrario, gli altri mesi del 2009 sono gli unici a presentare rendimenti che, invece di oscillare tra valori positivi e negativi, si posizionano oltre la soglia dello 0% per un periodo più prolungato di tempo; il maggiore in questo specifico caso. Quanto riportato è assolutamente coerente con i grafici 1 e 2 nei quali il 2009 si presenta quale anno, tra i quattro considerati, tra i più "attivi", soprattutto per Shanghai.

Va tuttavia ricordato che tale aspetto di fluttuazione nei valori non si qualifica quale elemento precipuo del contesto finanziario cinese: si tratta contrariamente di un fenomeno, quello della volatilità dei rendimenti, assolutamente presente anche nelle piattaforme di negoziazione d'oltre oceano e del Vecchio Continente.

Grafico 3

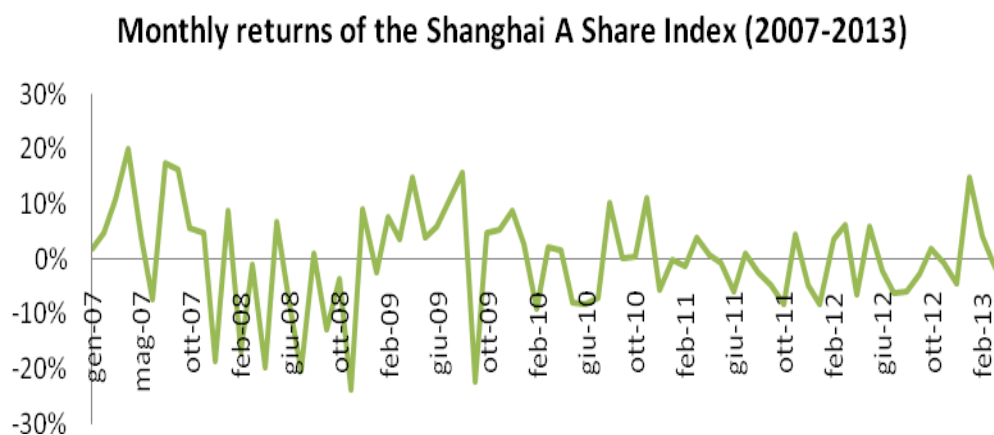
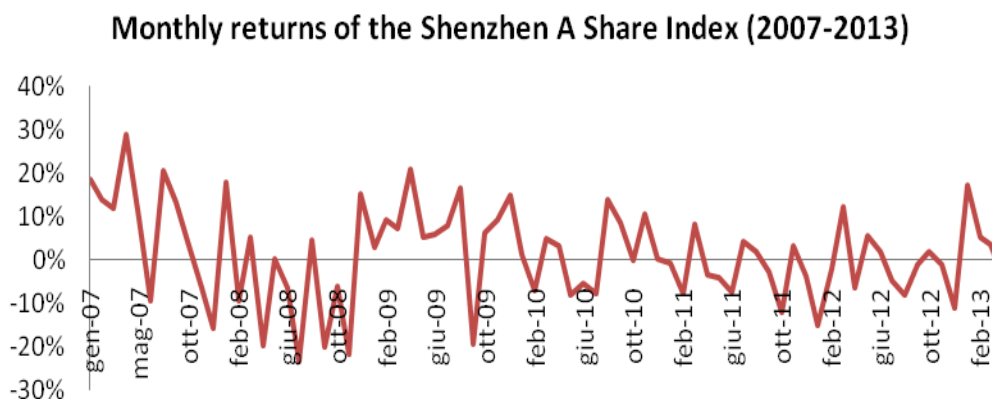


Grafico 4



Alla luce di questa dettagliata analisi sull'andamento degli indici di *benchmark* quello che ne emerge è pertanto una parziale conferma della teoria degli *Hot Issue Market* proposta storicamente da Reilly (1977) e Ritter (1984), e successivamente ripresa da una moltitudine di differenti autori: la stessa infatti non trova totale conferma se applicata a questo specifico campione.

Tralasciando come già detto l'analisi con riferimento all'anno 2009, poiché calcolata sulla base di valori parziali, e focalizzandosi piuttosto sulla parte restante del campione temporale, ci si aspetterebbe di rilevare una *performance* degli indici più elevata in concomitanza dell'anno 2010, essendo questo l'anno che ha fatto registrare il maggior numero di IPO (344).

Tuttavia tale aspettativa trova effettivo riscontro esclusivamente nell'analisi dello Shenzhen A *Share Index* che, in concomitanza del mese di novembre 2010, fa registrare il suo picco di *closing price* valido per l'intero orizzonte temporale analizzato. Lo stesso tuttavia non può affermarsi per la borsa di Shanghai che infatti, nell'anno 2010, non manifesta alcun particolare andamento degno di nota, a differenza dell'anno 2009 che, seppur limitatamente, fa comunque registrare oscillazioni più interessanti⁴⁰⁵.

⁴⁰⁵ Va tuttavia precisato che si tratta di differenze davvero minime quelle intercorrenti tra i due anni considerati: basti pensare che analizzando il solo 2010 il valore massimo di *closing price* registrato si aggira attorno a 3442, valore di poco distante da quello rilevato a livello di intero campione (3644) e registrato per l'appunto nell'anno 2009. In questo senso quindi l'incongruenza rilevata rispetto alla *Hot Issue Market Theory* - così come formulata originariamente da Ritter (1984) - non può certo considerarsi estremamente rilevante. Tutt'altro, si può affermare che in questa particolare situazione di andamento

Oltre modo, per voler essere puntigliosi, ri-allacciandosi alla tabella 1 di dettaglio dell'IPO *Size by Stock Exchange*, va sottolineato che per la Borsa di Shanghai l'effettivo valore di massimo in termini di numerosità si riscontra non tanto nell'anno 2010, come invece vale a totale campione e anche guardando al dettaglio per la controparte di Shenzhen, quanto nell'anno 2011, durante il quale si assiste alla conclusione - nello specifico listino - di ben 35 IPO, massimo dato registrato in questa Borsa durante l'intero quadriennio.

Volendo quindi seguire tale filone di analisi, sempre con l'intento di verificare che la *Hot Issue Market Theory* trovi riscontro per lo meno in termini di numerosità, si dovrebbe guardare all'andamento registrato dallo *A Share Index* di Shanghai proprio nell'anno 2011.

Tuttavia anche adottando questo approccio lo stesso non pare particolarmente utile per confermare la suddetta teoria: l'anno in questione infatti si presenta con un valore di massimo, pari a 3202 punti, nel mese di aprile, ed uno di minimo pari a 2269, registrato nel mese di dicembre. L'andamento è quindi indubbiamente di tipo *downward* in corso d'anno, anche se va dato atto al fatto che i valori testé citati non si qualificano così lontani da quelli forniti a totale campione (max tot. campione:3644 e min:2120): nuovamente si ripropone il problema di condurre questa analisi considerate le fluttuazioni davvero minime tra un anno e l'altro.

Ad ogni modo quello che emerge è che il 2009 rimane, sotto questa luce, l'anno delle *key performance* per Shanghai anche se considera solo 6 mesi.

Nonostante queste piccole incongruenze rilevate guardando al dettaglio, va dato atto che complessivamente la relazione tra il numero di IPO e la *performance* fatta registrare dai relativi indici si presenta parzialmente coerente: a seguito del 2010 infatti, anno chiave nel campione sotto analisi, il 2011 ed il 2012 fanno registrare dati di chiusura dai toni gradualmente più smorzati a cui fanno eco il sempre inferiore numero di IPO rilevate a campione⁴⁰⁶, coerentemente quindi con la *Hot Issue Market Theory*.

estremamente *flat* dell'indice di Borsa, tale verifica risulta essere alquanto ardua, poiché non si è in grado di cogliere appieno la portata del fenomeno, non palesandosi andamenti eclatanti.

⁴⁰⁶ Dalle 344 registrate nell'anno 2010 si passa infatti alle 270 del 2011 fino ad arrivare al dato del 2012 di 142 IPO totali. Questo andamento decrescente trova effettivo riscontro anche nell'andamento di *performance* dei relativi indici, come illustrato nei grafici 1 e 2.

Tuttavia, *shiftando* l'asse di analisi sulla base del dettaglio precedentemente fornito di distribuzione mensile delle IPO per *Stock Exchange* (tabella 2), quello che emerge è un maggior livello di incongruenza con questa teoria: se infatti vi può essere maggiore corrispondenza per la Borsa di Shanghai che fa registrare il suo dato di massimo – a livello di intero campione – nel mese di agosto, che effettivamente risulta il mese caratterizzato dalla maggior IPO *activity* (13 per la Shanghai Stock Exchange) lo stesso non può dirsi per la controparte di Shenzhen.

Nonostante infatti il *maximum index value* per questa Borsa Valori si riferisca al mese di novembre (che, paradossalmente, a livello macro, era stato individuato quale mese nel campione con minor numero di IPO) la stessa presenta una maggiore IPO *activity* nel mese di dicembre, durante il quale sono avvenute complessivamente 82 prime quotazioni.

Stesso discorso dicasi in termini di minimo: la tabella 2, con il dettaglio della IPO *size* su base mensile per Borse Valori, riporta il mese di novembre per la Shanghai Stock Exchange (3 IPO) e quello di febbraio per la Shenzhen Stock Exchange (50 IPO): tuttavia, come ampiamente descritto alle righe precedenti, i minimi dei relativi indici sono stati registrati rispettivamente nel mese di settembre ed in quello di inizio anno, dimostrando quindi un certo livello di incongruenza.

Proseguendo va sottolineato che tale teoria, di cui si sta qui esaminando la congruenza con il campione appena costituito, si fonda non solo sulle quantità di IPO, bensì anche sul grado di *Undepricing* (o *Overpricing*) che si è andato contestualmente a registrare: sostanzialmente essa sostiene che, tanto più concitato e dinamico è il clima nel mercato finanziario, tanto maggiore dovrebbe essere il numero di IPO e di *Underpricing* registrato.

Purtroppo il particolare, nonché ridotto, orizzonte temporale qui considerato non permette di condurre un'analisi estremamente esaustiva in tal senso: nulla di eclatante accade nei listini di Shanghai e Shenzhen tra il 2009 ed il 2012 tanto da configurarsi

come *buoyant momentum* e tale da far presagire la rilevazione di picchi nell'*Underpricing*⁴⁰⁷.

Ad ogni modo si cercherà di completare l'analisi circa l'applicabilità della *Hot Issue Market Theory* fornendo anche i dettagli sull'*Undepricing* registrato in questo specifico studio, sia in termini di IPORETN che di MAAR. In questa maniera si avranno tutte le informazioni necessarie per proporre un'analisi completa della suddetta teoria.

4.4. RISULTATI E ANALISI SETTORIALE

Di seguito si apre la parte più prettamente empirica dell'intero elaborato nella quale, una volta raccolte tutte le informazioni in termini di prezzi di chiusura registrati sia dalle 868 IPO avvenute tra il 2009 ed il 2012 a Shanghai e Shenzhen che dai relativi indici, queste permetteranno di giungere al calcolo dell'*Underpricing* (o dell'eventuale *Overpricing*) vuoi in forma di IPORETN che nella modalità MAAR.

Questi dati, letti contestualmente all'andamento fatto registrare nello stesso periodo e per la stessa numerosità campionaria dalle specifiche variabili appositamente scaricate da Bloomberg e di cui si è precedentemente fornito un elenco al paragrafo 4.2., permetteranno parimenti di leggere tale fenomeno alla luce delle differenti teorie esistenti in materia.

Di seguito si procede riportando il dato di sotto o sovra-prezzamento rilevato dapprima a totale campione (tabella 3 e 4) e successivamente con lo spaccato per anno (tabella 5 e 6). Inoltre lo stesso dettaglio di informazioni verrà fornito con riferimento all'andamento dell'*Underpricing* a 20 *trading days* dalla data di quotazione (tabelle 7 e 8).

Tabella 3: IPORETN a totale campione

IPORETN	Totale	Shenzhen SE	Shanghai SE
MEDIA	35%	36%	26%
MEDIANA	26%	27%	17%
MIN	-26%	-26%	-23%

⁴⁰⁷ Questo specialmente con riferimento all'indice di Shanghai che presenta, come già detto, un andamento pressoché lineare, salvo nell'anno 2009, nel quale si assiste ad una timida ripresa, e nell'anno 2012, con un lieve *downward trend*.

MAX	275%	275%	138%
ST.DEV	40%	40%	35%

Tabella 4: MAAR a totale campione

MAAR	Totale	Shenzhen SE	Shanghai SE
MEDIA	35%	36%	26%
MEDIANA	27%	28%	14%
MIN	-20%	-20%	-20%
MAX	266%	266%	148%
ST.DEV	38%	38%	35%

Quelle che si evince è un dato *in primis*, di *Undepricing*⁴⁰⁸, coerentemente con le aspettative formulate sulla base di studi sino-centrici precedentemente intrapresi da accademici e studiosi.

In secondo luogo rileva molto anche l'effettivo valore di questo *Undepricing*, che si aggira attorno ad un modesto 35% tanto si consideri la forma di calcolo dell'IPORETN che di MAAR: in questo specifico studio non si assiste pertanto ad alcun tipo di differenza nell'implementazione dell'una o dell'altra modalità di calcolo, nonostante quanto sostenuto da Chi&Padgett (2005) i quali sottolineavano per l'appunto l'importanza della seconda modalità al fine di "depurare" il risultato da elementi di disturbo.

Nuovamente tale constatazione di assoluta identità tra i due dati deriva dal fatto che, mentre nel *time sample* preso a riferimento da quest'ultimi autori (1996-2000) si era assistito ad andamenti dei relativi mercati finanziari di notevole rilevanza⁴⁰⁹, indi per cui considerare o meno il delta al netto delle variazioni dell'indice faceva la differenza, nel

⁴⁰⁸ La sottolineatura della tipologia di risultato, ossia della natura di *positive return* anziché di ritorno negativo - come sarebbe avvenuto qualora si fosse assistito ad un caso di *Overpricing* - non deve sorprendere: nonostante infatti l'intero elaborato abbia voluto sviscerare le cause sottostanti all'eccezionale dato di *Undepricing* rilevato in Cina sin dalla nascita dei suoi listini ufficiali, questo non toglie che ci si sta sempre maggiormente allontanando da quello scenario di mercati immaturi, volatili, nonché caratterizzati da schiere di investitori inesperti ed irrazionali, indi per cui si sarebbe anche potuto palesare un caso di *Overpricing* che tuttavia non si è manifestato. Per ulteriori approfondimenti si prosegua nella lettura.

⁴⁰⁹ Giusto per citare un esempio dal 1996 al 1997 l'indice di Shanghai è stato protagonista di un *upward trend* partendo da 554 punti ed arrivando sino a 1258 (crescita del 127% circa): stesso dicasi per quello di Shenzhen che è cresciuto ancora più vertiginosamente ad un ritmo del 262%, da un valore di 112 punti ad uno di 406. Le motivazioni di tali andamenti estremamente positivi vanno ricercate nella volontà del Governo cinese, espressa a fine 1995, di rinforzare i meccanismi che regolavano la funzione dei mercati finanziari e, nello specifico, del ruolo espletato dagli stessi nell'attività di *funds raising* [Chi&Padgett (2005)].

campione testé implementato tutto ciò non si è verificato, o per lo meno, in forma decisamente più lieve così da non andare ad intaccare il risultato finale.

Il dato in sé considerato (*Underpricing* al 35%) rispecchia pertanto appieno le aspettative enunciate in fase di elencazione degli obiettivi: ci si trova sempre ed indubbiamente dinanzi ad un caso di sotto-prezzamento, tuttavia, rispetto ai dati rilevati dagli autori precedentemente citati, per finestre temporali meno recenti, lo stesso è in questa sede ben inferiore.

Il risultato si presenta totalmente in linea con il percorso, di cui si è più volte discusso, intrapreso dal mercato finanziario cinese ed orientato ad una maggiore trasparenza ed efficienza delle piattaforme di negoziazione: questo nello specifico sta portando gradualmente ad una eliminazione di tutte quelle imperfezioni prima tanto rilevanti, una fra tutte proprio l'anomalia dell'*Underpricing*.

Agganciandosi a questo aspetto rileva uno dei *paper* di più recente formulazione che è stato analizzato all'interno di questo elaborato e a cui si rimanda: quello di Teshima&Suzuki (2008) i quali, adottando una particolare prospettiva di analisi - che purtroppo in questo studio non si è stati in grado di implementare a causa dell'irreperibilità dell'informazione⁴¹⁰ - nel biennio 2004-2005 rilevarono un sotto-prezzamento medio del 60,7%, ossia sempre elevato, ma perlomeno non più a tre cifre come riportato dagli autori precedenti. In questo senso lo studio qui proposto si presenta assolutamente in linea con il dato rilevato dagli autori testé citati: è infatti inferiore al 60%, anche considerando che gli anni presi a riferimento sono più recenti.

⁴¹⁰ Ci si riferisce al distinguo tra le IPO e le PIPO: purtroppo riuscire e rintracciare la natura statale o privata delle società quotande richiedeva un dettaglio di analisi che non è stato qui possibile implementare, non disponendo degli strumenti idonei. Su questo specifico *topic* molti sono stati gli autori che hanno svolto studi e ricerche: Chen Z. *et al.* (2007) cercarono ad esempio di comprendere a cosa fosse dovuta la difformità rilevata tra l'una e l'altra tipologia di quotazione e ricondussero l'anomalia interna ai maggiori costi di agenzia sofferti dalle imprese statali sottoposte al processo di privatizzazione. Oltre a questa mancanza di dati e di informazioni in fase di analisi, ossia l'impossibilità di distinguere tra quante fossero effettive IPO e quante fossero PIPO, il presente studio non fornisce dettagli sulla *Founding Date* dell'impresa quotanda (dato irreperibile dal *dataset*), né si è stati in grado di evidenziare la portata, calcolata sul totale, della *State Equity Retention pre e post IPO*.

Non va ovviamente dimenticato che all'interno del campione qui proposto e preso nella sua totalità, si è comunque assistito a casi di *Underpricing* elevatissimi o, contrariamente, di *Overpricing*: per questo motivo, e per una maggiore chiarezza in sede di spiegazione del campione, sono stati riportati in tabella anche i dati di minimo e massimo sia in modalità IPORETN che MAAR.

Nello specifico per quel che concerne l'IPORETN il dato di minimo - così come quello di massimo - sono stati registrati, come da aspettative visto la sua natura, all'interno della Borsa di Shenzhen che ha fatto rilevare rispettivamente un valore di *Overpricing* di -26% ed uno di *Underpricing* addirittura del 275%.

Con riferimento invece allo stesso dato attinto dal calcolo secondo la modalità MAAR, si assiste ad un particolarismo poiché entrambe le Borse Valori hanno registrato un dato di -20%, il quale va per l'appunto a costituire il dato di minimo a livello di campione totale, mentre sul versante dell'*Underpricing* nuovamente la Borsa di Shenzhen distacca di molto la controparte di *Shanghai*, registrando la prima un *Undepricing* del 266%, contro i 148% di *Shanghai*.

Tuttavia il dato medio di *Underpricing*, sempre del 35% sia in chiave IPORETN che MAAR, deve essere letto anche alla luce del dato di oscillazione attorno al valor medio, che ne dà una lettura anche in chiave di variabilità e di dispersione. Senza questa informazione si rischierebbe di fornire una lettura distorta del fenomeno di *Undepricing*, che infatti è ben più complesso del semplice calcolo di una media aritmetica: per tale motivo si riporta nelle differenti tabelle anche il dato di deviazione *standard* che, in qualità di indice di dispersione, fornisce il valore percentuale di oscillazione attorno al valore di *Undepricing* individuato al 35% .

Ebbene, sia che si guardi al dato di IPORETN, che a quello di MAAR, il valore associato all'indice rimane estremamente elevato, rispettivamente del 40% e del 38%: questo a sottolineare nuovamente la, seppur progressivamente ridotta, comunque ancora notevole incertezza che caratterizza i mercati finanziari cinesi, in particolare quello delle *A Share*⁴¹¹. Sostanzialmente con questa informazioni si sta affermando che mediamente il valore di *Underpricing* calcolato per ciascuna delle società del campione si potrebbe

⁴¹¹ Non si deve infatti mai dimenticare qual è il *focus* di questa indagine che - per l'appunto - vuole studiare l'andamento dell'*Underpricing* applicato alle azioni domestiche, rinomatamente più problematiche rispetto alle controparti *tradable* B. In tal senso si rivedano i grafici 3 e 4 nei quali emergeva per l'appunto questa notevole volatilità nei *returns* .

discostare fino ad un massimo rispettivamente del 40 (IPORETN) o del 38% (MAAR) dal valore medio individuato pari al 35%: praticamente più del suo stesso valore⁴¹².

Per quel che concerne invece l'andamento dello stesso nello *short-run* di seguito si riportano due tabelle di analoga impostazione, semplicemente con differente base di calcolo (20 giorni per l'appunto):

Tabella 5: IPORETN 20 gg a totale campione

IPORETN 20 GG	Totale	Shenzhen SE	Shanghai SE
MEDIA	28%	31%	5%
MEDIANA	18%	20%	-3%
MIN	-96%	-96%	-79%
MAX	381%	381%	148%
ST.DEV.	45%	44%	48%

Tabella 6: MAAR 20 gg a totale campione

MAAR 20 GG	Totale	Shenzhen SE	Shanghai SE
MEDIA	28%	31%	5%
MEDIANA	19%	20%	0%
MIN	-96%	-96%	-80%
MAX	339%	339%	142%
ST.DEV.	41%	40%	40%

Anche in questo caso quello che *in primis* salta all'occhio è la perfetta identità dei dati IPORETN e MAAR, al pari di quanto si era rilevato per il dato calcolato sul *first trading day*. Inoltre va indubbiamente sottolineato il valore di per sè registrato, pari al 28%: si tratta, come da aspettative, di un dato inferiore al medesimo riportato in tabella 3 e 4. (35%).

Questa constatazione non deve assolutamente stupire [Chi&Padgett (2005)]: mentre nei primissimi giorni a ridosso dell'IPO i mercati finanziari, nella fattispecie gli investitori, sono soliti reagire con dinamismo e frenesia alla quotazione, a volte sopravvalutando l'operazione stessa e le azioni coinvolte, già nell'arco di pochi giorni la situazione va gradualmente ridimensionandosi, da qui la rilevazione di dati di *Undepricing*

⁴¹² Anche sotto questo profilo di analisi Shenzhen non delude le aspettative: tra le due è la Borsa Valori che fa registrare un dato di deviazione *standard* maggiore, valore che deve essere letto sempre in chiave di maggior rischiosità di tale piattaforma di negoziazione.

normalmente più bassi con l'incedere del tempo, anche nel brevissimo termine, esattamente come testimoniato da questo campione.

Anche in questo caso rimane indiscusso il ruolo preponderante giocato dalla piazza finanziaria di Shenzhen che sbaraglia nuovamente la rivale Shanghai facendo sempre registrare sia i dati di minimo che quelli di massimo a totale campione.

Infine anche in questo caso va fatto notare il rilevante valore associato all'indice di dispersione attorno al valor medio, appunto la *standard deviation*: quest'ultima, tanto per l'IPORETN quanto per il MAAR, si attesta oltre il - per niente irrilevante - 40%, quindi nuovamente ben al di sopra del dato di *Underpricing* in sé considerato.

Fin qui tuttavia si è fornito è un dato di sotto-prezzamento che, nonostante rispecchi le aspettative formulate sulla base dei precedenti studi, è stato rivelato solo ed esclusivamente a livello di totale campione: manca pertanto lo spaccato sulla natura temporale dello stesso che, congiuntamente alle altre variabili di cui si fornirà il dettaglio successivamente, potrebbe essere estremamente utile ai fini della nostra analisi.

Di seguito vengono riportate le relative tabelle (7 e 8) aventi questa ulteriore dimensionalità, nuovamente nella versione dell'IPORETN e del MAAR, e sempre per dettaglio di Borse:

Tabella 7: AVG IPORETN by Year and Stock Exchange

AVG IPORETN	Totale	Shenzhen SE	Shanghai SE
2009	70%	72%	35%
2010	40%	41%	33%
2011	21%	21%	15%
2012	22%	21%	32%

Tabella 8: AVG MAAR by Year and Stock Exchange

MAAR	Totale	Shenzhen SE	Shanghai SE
2009	67%	70%	37%
2010	40%	41%	31%
2011	21%	22%	16%
2012	23%	21%	32%

Il dato proposto risulta alquanto interessante: nonostante a livello totale si sia registrato un valore medio pari al 35%, lo stesso, spalmato temporalmente nei vari anni che compongono il campione, manifesta un andamento decrescente passando dal 70% del 2009 fino al 22% del 2012⁴¹³.

Anche in questo caso i dati relativi alla Borsa di Shenzhen, che devono essere letti attraverso un'analisi incrociata con il numero di IPO avvenute in quello specifico listino per tenere in considerazione il peso e l'incidenza dello stesso a totale campione, ne confermano il ruolo da protagonista.

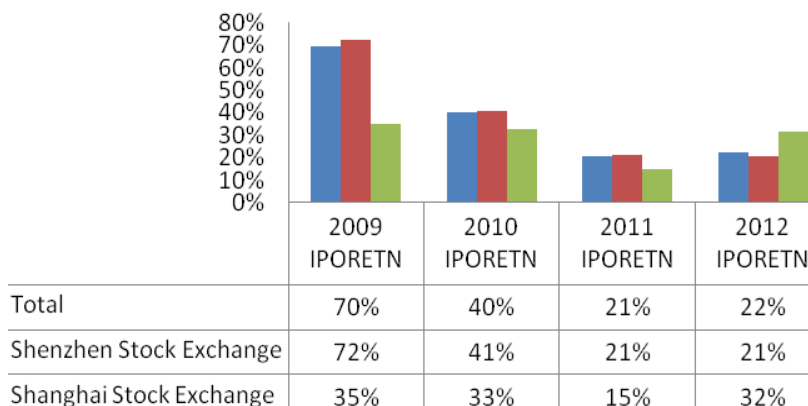
La stessa infatti, sia che si legga il dato in IPORETN che di MAAR, fa registrare dati che, nella quasi totalità degli scenari, superano il valore medio per l'anno analizzato, come da aspettative.

In tal senso i grafici a barre sotto riportati (istogramma 3 e 4) sono estremamente esplicativi sia del *trend* decrescente sul totale campione, che del gioco forza della Borsa di Shenzhen, ad eccezione dell'ultimo anno preso a riferimento, nel quale è la controparte di Shanghai a far registrare il maggior dato di *Underpricing* tra le due, distaccando Shenzhen per oltre 10 punti percentuali e palesando un sotto-prezzamento di portata superiore anche al dato medio:

⁴¹³ Il riferimento è al dato di IPORETN, ma poco varia se ci si concentra sul dato di MAAR. Inoltre va specificato che l'anno 2011 ha in realtà fatto registrare un dato di *Underpricing* inferiore rispetto allo stesso per l'anno successivo, andando pertanto a scontrarsi con l'affermazione di un andamento propriamente decrescente. Tuttavia la differenza tra questi due anni considerati è di pochi punti percentuali, indi per cui non ci si soffermerà su questo dettaglio, bensì si parlerà per l'appunto di un generico *trend downward*. Inoltre va sottolineato che il dettaglio di informazioni appena fornito permette contestualmente di completare la lettura della *Hot Issue Market Theory* includendo anche l'analisi *by Underpricing side*: anche in questo caso quanto rilevato non avvalor propriamente la teoria suddetta registrandosi la maggior concentrazione di sotto-prezzamento in un anno che, il 2009, ha manifestato andamenti borsistici davvero rilevanti solo per l'indice di Shanghai.

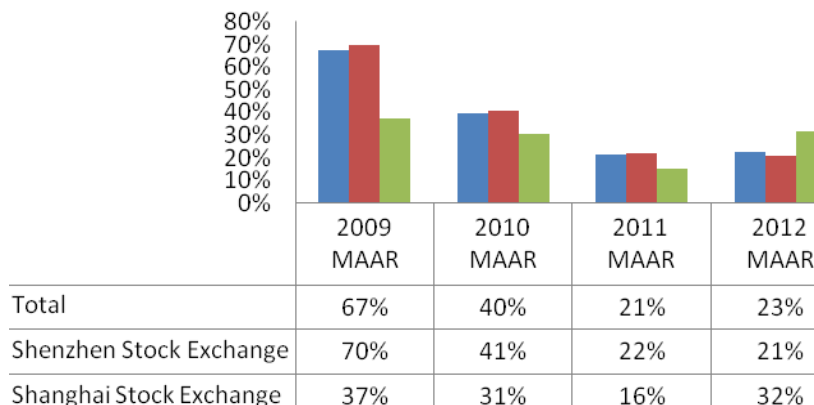
Istogramma 3

AVG IPORETN by Year and Stock Exchange



Istogramma 4

AVG MAAR by Year and Stock Exchange



Si viene pertanto a manifestare un indubbio *downward trend* tanto guardando al dato di mero IPORETN che a quello di MAAR.

Lo stesso, sempre soffermandosi sull'andamento fatto registrare nel corso degli anni, viene replicato qualora si analizzi il dato a 20 giorni (tabelle 9 e 10): anche in questo caso permane il *trend* decrescente, così come persiste il ruolo chiave giocato dalla Borsa di Shenzhen⁴¹⁴: tuttavia la particolarità che balza agli occhi rispetto alla precedente

⁴¹⁴ Questo ad eccezione dell'ultimo anno, durante il quale – come nelle tabelle 7 ed 8 – il maggior dato di *Undepricing* viene fatto registrare dalla cugina Shanghai, anche se il delta in questo caso si assottiglia

analisi è il dato fatto registrare da Shanghai in concomitanza del terzo anno quando, sia guardando al dato IPORETN che a quello MAAR, si registra un *Overpricing* pari al -13% come riportato nelle tabelle che seguono:

Tabella 9: IPORETN 20 gg by Year and Stock Exchange

AVG IPORETN 20 GG	Totale	Shenzhen SE	Shanghai SE
2009	69%	73%	8%
2010	32%	33%	16%
2011	13%	17%	-13%
2012	17%	16%	21%

Tabella 10: MAAR 20 gg by Year and Stock Exchange

AVG MAAR 20 GG	Totale	Shenzhen SE	Shanghai SE
2009	61%	65%	11%
2010	31%	32%	11%
2011	15%	19%	-13%
2012	19%	18%	23%

Quest'ultima annotazione sta in particolar modo ad indicare una considerevole caduta nei prezzi azionari in un lasso temporale pari ad un mese lavorativo, ossia estremamente ridotto: gli stessi infatti sono crollati da un iniziale 15% riportato in tabella 7 con riferimento alla medesima Borsa Valori ed al medesimo anno, ad un -13%, ossia perdendo quasi 30 punti percentuali nel giro di pochissimi giorni.

La ragione di questo ragguardevole, considerato il breve intervallo temporale alla base del calcolo, *negative return* fornisce un evidente segnale della diffusione, tra la platea di investitori, di un *sentiment* negativo, per lo meno con riferimento all'anno 2011 e alla sola piazza finanziaria di Shanghai. E' infatti in questo specifico scenario che gli investitori hanno volutamente penalizzato le IPO *Shares*, causandone la caduta del prezzo ben al di sotto del valore a cui si erano originariamente quotate: questo potrebbe essere eventualmente dipeso da una concentrazione, in quello specifico anno, di una serie di IPO eccessivamente valutate in fase di prima quotazione, indi per cui il mercato

(siamo all'incirca sull'ordine dei 5 punti percentuali in confronto ai dieci riportati per il dato calcolato alla *first trading date*).

ha “fiutato” il palesarsi di *deals* al di sopra del loro *fair value*, penalizzando gli stessi in termini di collasso dei prezzi azionari nello *short run*.

Inoltre va rilevato che, riferendosi al grafico 1 nel quale viene riportato l’andamento del *benchmark index* di Shanghai, lo stesso effettivamente manifesta un andamento decrescente in corso d’anno, elemento che di per sé potrebbe aver impattato sul *sentiment* degli investitori, eventualmente più sfiduciati alla constatazione di questo *downward trend*.

Tuttavia lo stesso non è di portata tale da poter essere considerato l’unica causa sottostante alla rilevazione di questo dato di *Overpricing*: sicuramente sono entrati in gioco altri fattori, differenti dal solo andamento dell’indice, decrescente sì, ma certamente non a livelli impressionanti.

Volendo invece addentrarci nel merito del *trend* decrescente rilevato all’interno di questa indagine, al fine di comprendere quali potrebbero essere state le cause che hanno comportato la registrazione di valori di *Underpricing* in questo campione *shiftati* da un iniziale 70% fino ad un 22% nel 2012 (dati IPORETN), si riporta ora una dettagliata panoramica di tutte quelle variabili che, elencate precedentemente, e rilevate per ciascuna delle 868 realtà industriali oggetto di IPO, anche sulla base dei risultati di studi precedenti potrebbero ipoteticamente costituire fonte di spiegazione per tale anomalia⁴¹⁵.

Oltre infatti al dettaglio già fornito del numero di IPO su base annua e mensile, per totale campione e per le differenti *Stock Exchange*, importante è anche individuare i valori medi che hanno caratterizzato questo studio in termini di IPO *price*, di *time lag* e di *deal size*, di cui se ne dà una panoramica nella tabella che segue:

Tabella 11: Different variables’ details by year

ANNO	AVG Offer price (CNY)	AVG Process Time(gg)	AVG Deal size (US\$ mm)
2009	24	15	242
2010	31	14	179
2011	26	11	148

⁴¹⁵ Il riferimento è esplicitamente ai dati rilevati alla IPO *Date*, quindi alle tabelle 7 ed 8: tuttavia i medesimi discorsi possono tranquillamente essere applicati anche per giustificare i risultati rinvenuti a 20 giorni dalla data di prima quotazione.

2012	19	11	102
TOTALE	26	13	165

Come si evince per quel che concerne il valore di IPO *price* medio per lo stesso si riesce ad individuare un *trend* decrescente e partire dal 2010: da un valore medio per IPO *Share* di 31 CNY fino ai 19 CNY nell'ultimo anno considerato per giungere ad un IPO *price* medio a totale campione di 26 CNY.

Considerando che questo dato deve essere letto incrociandolo con il valore di *Underpricing* medio rilevato su base annua, lo stesso sembra essere in parziale contrasto con quanto era invece stato rilevato da Cheung *et al.* (2009): mentre infatti quest'ultimi avevano individuato una relazione negativa tra l'*offering price* ed il livello di sotto-prezzamento, in questo campione si assiste al caso esattamente opposto, manifestandosi un livello di *Underpricing* gradualmente inferiore contestualmente ad un IPO *price* medio più basso⁴¹⁶.

Proseguendo con questa analisi incrociata e soffermandosi sull'altro dato disponibile, vale a dire il *time lag*, quello che emerge dalla tabella 11 è che, rispetto ai dati rinvenuti in studi precedenti, nel corso degli anni lo stesso si è estremamente assottigliato, avvicinandosi – anche in questo caso – agli *standard* occidentali⁴¹⁷.

Specificatamente in questo studio il dato medio registrato sul totale campione è stato di soli 13 giorni, anche in questo caso con un andamento decrescente, passando da un tempo di attesa medio di 15 giorni nel 2009 agli 11 giorni del 2012, quindi pur sempre all'interno di un *range* estremamente ridotto.

Questa constatazione, letta contestualmente con il *trend* decrescente rinvenuto per l'IPO *Underpricing*, è assolutamente in linea con i precedenti studi che si sono focalizzati su tale specifico aspetto. In questo senso sono stati moltissimi gli autori che hanno analizzato il dato di *time lag* per comprendere come lo stesso potesse incidere in termini

⁴¹⁶ Va ricordato che gli stessi autori [Cheung *et al.* (2009)] avevano giustificato tale dato sostenendo che un *offering price* basso permetteva di attirare un maggior numero di investitori, soprattutto tra i *retail*. Questo consentiva quindi all'*underwriter* di sotto-prezzare l'offerta, aumentando parimenti il livello di *Underpricing*. Tuttavia questo dato deve essere letto alla luce del *time sample* adottato (1992-2006), quando cioè gli investitori *retail* erano estremamente disinformati e gli *underwriter* giocavano spesso un ruolo da padrone nel loro rapporto contrattuale con l'emittente.

⁴¹⁷ Giusto per citare un esempio Su&Fleisher (1999) rinvennero nel loro studio (*time sample*: 1987-1995) un valore di *time lag* di 260 giorni per le A *Shares* e di 72 giorni per le controparti B. Leggermente più recente il dato di Cheung *et al.* (2009) che rinvennero un *time lag* medio nel periodo 1992-2006 di circa 43 giorni, quindi comunque superiore a quello qui rinvenuto.

di sotto-prezzamento: Mok&Hui (1998) infatti, nonostante furono i primi, non furono tuttavia gli unici a rinvenire una relazione fortemente positiva tra queste due variabili, con essi vi furono anche Chan *et al.* (2004), Chen G. *et al.* (2004), Chen Z. *et al.* (2007), Cheung *et al.* (2009), Su&Fleisher (1999), Tian (2003), tutti a conferma di questa relazione.

Più nel dettaglio, volendo approfondire questa particolare dimensione di analisi, nello studio qui proposto si è voluto presentare uno spaccato di tutte quelle imprese che hanno dovuto attendere un intervallo di tempo superiore al mese, fissando arbitrariamente questo dato quale limite superiore significativo.

Di seguito si riporta sia una tabella con alcune statistiche descrittive del *time lag* a livello di campione totale (tabella 12), quanto uno schema che riassume il dato di *Underpricing* associato alle imprese che hanno atteso - per l'appunto - un periodo superiore al mese prima di poter avviare le negoziazioni ufficiali (tabella 13):

Tabella 12: Time lag a totale campione

	TIME LAG
MEDIA	13
MEDIANA	13
MIN	3
MAX	51
ST.DEV.	4
No. IPO > 1Month	11

Tabella 13: Top 11 IPO Time Lag

TIME LAG > 1 Month (11)	Totale	Shenzhen SE	Shanghai SE
AVG IPORETN	97%	97%	0%
AVG MAAR	85%	85%	0%

Come si evince, nonostante il campione riporti sia casi di imprese che nell'arco di 3 giorni sono entrate a pieno titolo nei listini ufficiali (dato di minimo), sia situazioni eccezionali di attesa poiché superiore ai 50 giorni (per l'esattezza 51 è il massimo dato rilevato sulla totalità di IPO qui analizzate), tuttavia le società che effettivamente superano il mese sono esclusivamente 11 che, su un totale di 868 IPO prese in considerazione, possono non a torto considerarsi un dato davvero esiguo (meno

dell'1,5% sul totale campione), sintomatico pertanto di un sempre miglior “funzionamento” dei mercati.

Focalizzandosi solo ed esclusivamente su queste *top 11* i dati di *Underpricing* associati, sia in forma di IPORETN che di MAAR, risultano essere estremamente elevati, a riconferma di quanto sostenuto precedentemente [Chan *et al.* (2004), Chen G. *et al.* (2004), Chen Z. *et al.* (2007), Cheung *et al.* (2009), Mok&Hui (1998), Su&Fleisher (1999), Tian (2003)]: a tempi di attesa troppo elevati sono associati livelli di sottoprezzamento maggiore proprio a ricompensa della maggior rischiosità insita in questa tipologia di operazione che, paradossalmente, potrebbe costituire per gli investitori anche una forma di investimento a vuoto, qualora non si concretizzi la quotazione.

Inoltre va sottolineato come nella tabella 13 vi sia perfetta identità tra il valore a totale ed il dettaglio sulla Borsa di Shenzhen: la piazza finanziaria di Shanghai, già di per sé poco pesante all'interno dell'intero campione (solo il 10%), non figura assolutamente in questa analisi specifica sul *time lag*, dimostrandosi nuovamente quale Borsa - anche in questo caso - più robusta, solida e funzionante, avendo tempi di attesa inferiori al mese.

Contrariamente quella di Shenzhen, nello specifico la piattaforma ChiNext nella quale si sono quotate tutte e 11 le imprese oggetto di questa “analisi nell'analisi”, e di cui si parlava precedentemente nel II capitolo, anche se in forma lieve - considerato il dato di attesa esiguo - presenta ancora alcune problematiche in termini di tempi di ingresso nei listini ufficiali. Va infatti ricordato che spesso un *time lag* troppo elevato è sintomatico di ostacoli burocratico-amministrativi in fase di accettazione: questi a loro volta vengono letti dal mercato negativamente, indi per cui l'impresa quotanda sconta un *Undepricing* più elevato rispetto a realtà meno problematiche.

Tra l'altro non è un caso che, all'interno della Borsa di Shenzhen, quella ad essere interessata non sia stata la *Main Board*, bensì la piattaforma ChiNext: inaugurata nel primo anno del campione essa è stata propriamente pensata per fungere da supporto a tutte quelle forme di innovazione industriale indipendenti, realtà societarie spesso

emergenti e ad alto potenziale di crescita quali quelle afferenti al settore *High-Tech*⁴¹⁸. Per rimanere focalizzati sul campione qui proposto, delle 11 imprese coinvolte in questa analisi *ad hoc* la totalità delle stesse ha presentato un *time lag* di 36 giorni ad eccezione del dato massimo (51 giorni) registrato per un'impresa del settore chimico: tuttavia, considerandole complessivamente, si rileva che la maggioranza appartiene per l'appunto al settore, così come indicato dai codici GIG, *Computers&Electronics*, quindi assolutamente coerente con quanto ci si attendeva, visto e considerato che tale settore ricade rinomatamente tra i più rischiosi ed incerti, come precedentemente detto.

Proseguendo invece nell'analisi dell'ultima delle tre dimensioni fornite precedentemente nella tabella 11, dopo l'IPO *price* ed il *time lag* è ora la volta di fornire la chiave di lettura del dato di *deal value* medio, sia a totale campione che su base annua.

Per quel che concerne il dato a totale campione se ne riporta ora una tabella (tabella 14) con le statistiche descrittive più rilevanti nella quale, oltre a spiccare il valore medio, già fornito in precedenza, rileva indubbiamente anche il dato della *standard deviation*, decisamente elevato e sintomatico di un certo livello di incertezza.

Tabella 14: Deal Value a totale campione

	Deal Value (US\$)
MEDIA	165
MEDIANA	100
MIN	26
MAX	7342
ST.DEV.	338

Tornando alla tabella precedentemente fornita, la tabella 11 che presenta il dettaglio *by year*, essa palesa un chiaro *trend* decrescente, passando dai considerevoli 242 milioni (US\$) mediamente raccolti nel 2009 ai ben inferiori 102 milioni (US\$) del 2012, con un valore medio di 165 distribuito sull'intero campione.

⁴¹⁸ Verrà in tal senso proposta successivamente un'analisi del campione per settore: va infatti ricordato che gli stessi Chi&Padgett (2005), al fine di studiare il fenomeno dell'Asimmetria informativa, impiegarono una *proxy* che fosse rappresentativa del settore *High Tech*. Non a caso essi rinvennero effettivamente una relazione positiva tra questa variabile ed il livello di *Undepricing*, come si sta indirettamente verificando anche in questo campione considerando tale piattaforma di negoziazione quale rappresentativa il settore tecnologico.

Il dato, letto in concomitanza con i valori di *Undepricing* per anno, sembrerebbe palesare una relazione positiva tra le due dimensioni: tanto minore è il valore monetario dell'IPO in termini di *deal* tanto più si rileva un *Undepricing* decrescente e viceversa. La relazione non è tuttavia così perfetta: basti rilevare che, nonostante tra il 2011 ed il 2012 effettivamente si assiste ad un decremento nel *deal value* (148 *versus* 102 mm US\$), lo stesso non si può dire a livello di IPORETN, che si mantiene infatti pressoché stazionario, oscillando da un 21% ad un 22% (21-23% se si guarda al dato MAAR).

Quello che qui rileva è che il dato testé riportato si palesa quale in controtendenza rispetto a quanto rilevato dagli studi precedentemente condotti sul medesimo argomento: come già ampiamente trattato nel paragrafo precedente infatti molti sono stati gli autori che si sono occupati di indagare che tipo di relazione sussistesse tra l'*offering size* e l'IPO *Underpricing*.

In tal senso se ne occuparono Chan *et al.* (2004) e Cheung *et al.* (2009) utilizzando esattamente come variabile esplicativa il numero di azioni coinvolte nel *Going Public Process*, quindi l'effettiva *offering size*.

Approccio leggermente differente venne invece impiegato da Chi&Padgett (2005), Su (2004) e Yu&Tse (2003) i quali adottarono, così come implementato in questo campione, una variabile esplicativa che potrebbe essere considerata un'ulteriore precisazione della precedente, poiché rappresentativa un dato monetario associato all'IPO in termini di ammontare di capitale raccolto, appunto il *deal value*.

Considerare infatti il solo ammontare delle azioni potrebbe condurre ad un risultato fuorviante, poiché potrebbe non permettere di cogliere esattamente l'effettiva dimensionalità dell'operazione: infatti considerare un'IPO che coinvolge molte azioni, tuttavia di valore unitario esiguo, non costituisce una buona *proxy* della portata dell'operazione in sé considerata.

Fornita questa precisazione va tuttavia evidenziato che, sia si trattasse di una regressione effettuata sull'*offering size* sopra citata, sia che si impiegasse la più corretta *floatation size*, in entrambi i casi il risultato rinvenuto dagli autori sopra citati evidenziava una relazione strettamente negativa tra queste variabili e l'IPO *Underpricing*. Sostanzialmente tanto maggiore era la dimensione dell'IPO, utilizzata

quale rappresentativa la *firm size* e quindi rappresentativa l'inverso dell'incertezza *ex ante* che avvolgeva quella specifica operazione, tanto più si andava a ridurre la magnitudine del sotto-prezzamento, come a voler significare che una maggiore dimensionalità venisse positivamente accolta dal mercato, nonché dagli investitori, quale elemento riducente l'incertezza dell'IPO.

Nello specifico, sulla scia di quanto già testimoniato storicamente da Beatty&Ritter (1986), Logue (1973), Ritter (1984), tutti sostenitori di questa relazione negativa, Cheung *et al.* (2009) avevano giustificato tale risultato quale spiegato da un maggior potere contrattuale - data la notevole dimensionalità dell'affare - esercitato dall'emittente nei confronti dell'*underwriter*: quest'ultimo non avrebbe quindi potuto sotto-prezzare eccessivamente l'offerta, poiché non gliene sarebbe stata data l'occasione.

Tuttavia quello che viene rilevato in questo studio, pur sempre adottando la medesima variabile impiegata da Chi&Padgett (2005), da Su (2004) nonché da Yu&Tse (2003), palesa una relazione di segno completamente opposto rispetto alle aspettative: alla rilevazione di un *trend* decrescente nel valore del *deal* risulta corrispondere il medesimo andamento in termini di *Underpricing*, quindi si configura inaspettatamente una relazione positiva tra le due dimensioni.

Volendo invece condurre un'analisi al contrario, ossia non più focalizzandosi solo ed esclusivamente su quanto rilevato a totale campione, bensì andando appositamente a filtrare il dato di *deal value* per ricercare le *top 10 firms* in tale senso, quello che emerge si dimostra, almeno applicando questo *focus* di analisi più circoscritto, coerente con quanto sostenuto nelle teorie precedenti: le aspettative di rinvenire un minor livello di *Underpricing* (inferiore al dato medio sul totale campione) in concomitanza alle imprese più robuste in termini di dimensione dell'IPO non vengono disattese, nonostante il valore di *Underpricing* rilevato non sia poi così esiguo come ci si potrebbe aspettare, ma pur sempre inferiore alla media⁴¹⁹.

⁴¹⁹ In questa specifica analisi trova anche conferma quanto precedentemente sostenuto in merito alla differenza nell'approssimare la *firm size* utilizzando la *offering size* invece che la *floatation size*, o, equivalentemente il *deal value*: infatti estraendo i dati, sempre per le prime 10 imprese individuate sulla base del *deal value*, del numero di azioni emesse dalle stesse non si trova perfetta corrispondenza, ossia sostanzialmente chi ha emesso il maggior numero di azioni non risulta sempre essere il medesimo

Di seguito se ne riporta una tabella esplicativa sia in termini di statistiche descrittive generali, sia fornendo il dettaglio di ciascuna delle 10 realtà industriali qui oggetto di questa analisi *ad hoc*:

Tabella 15: TOP 10 IPO Deal Value

Colonna1	Deal Value (US\$ mm)
MEDIA	2557
MEDIANA	2076
MIN	1512
MAX	7342
ST.DEV	1753

Tabella 16: TOP 10 IPO Deal Value (dettaglio)

Issuer Name	GIG	IPORETN	MAAR	Deal Value (US\$mm)	T. LAG (gg)
China State Construction Engineering Corp Ltd	Construction & Building	56,2%	61,3%	7342	5
China Everbright Bank Co Ltd	Finance	18,1%	14,0%	3204	6
Huatai Securities Co Ltd	Finance	5,3%	3,0%	2299	15
China Shipbuilding Industry Co Ltd	Transportation	12,5%	11,9%	2156	7
Sinohydro Group Ltd	Construction & Building	17,1%	16,2%	2117	19
China CNR Corp Ltd	Transportation	2,3%	-2,1%	2036	6
China First Heavy Industries	Machinery	-3,2%	-1,3%	1670	6
China Merchants Securities Co Ltd	Finance	8,4%	4,8%	1628	5
Everbright Securities Co Ltd	Finance	30,0%	49,9%	1605	12
China XD Electric Co Ltd	Computers & Electronics	-1,4%	4,0%	1512	7
AVG		14,5%	16,2%	2557	8,8

Nello specifico, volendo fornire ulteriori informazioni non esplicitate in tabella 16 per motivi di spazio, tutte le 10 imprese qui rinvenute si sono non a caso quotate nella Borsa Valori di Shanghai: tale constatazione – nuovamente – non desta alcunamerviglia anche alla luce dei requisiti il cui possesso è necessario per ottenere l’ammissione alla quotazione in questa specifica piazza finanziaria, più selettiva e rigida in termine di selezione degli operatori ammessi alla quotazione.

Va tuttavia precisato che in termini di dislocazione temporale le stesse non presentano un *trend* ben delineato; al contrario vi è una certa equidistribuzione delle IPO tra gli

soggetto ad aver anche raccolto la maggior quantità di capitale. Nuovamente si ribadisce come la sola variabile quantitativa rischi di perdere alcune informazioni rilevanti.

anni considerati, eccezion fatta per il 2012 che non manifesta alcuna quotazione rilevante in termini di *deal value*.

Quest'ultima rilevazione non deve sconcertare ma deve essere letta alla luce delle informazioni testé fornite circa il ridotto numero di IPO che si sono verificate durante quell'anno (142), nonché dell'andamento dei mercati borsistici, per entrambi gli indici presi a riferimento di tipo *downward*.

Della totalità di questo scenario di analisi solo l'ultima delle dieci imprese considerate, con un *deal value* di 1512 mm US\$ (il *range* per questo micro-campione spazia per l'appunto da un minimo di 1512 mm US\$ ad un massimo di 7342 mm US\$), appartiene al settore dell'*High Tech* o, come viene indicata secondo la nomenclatura GIG qui impiegata, *Computers&Electronics*: ricordando che la dimensione del *deal value* può essere letta in termini di minore incertezza associata all'operazione di IPO, poiché considerata *proxy* della *size firm*, non deve stupire che nella totalità delle 10 imprese rinvenute solo una appartenga al settore industriale testé citato, anzi, in un certo qual senso non ci si prefigurava di rinvenire neppure quest'ultimo caso, alla luce della constatazione che alle imprese appartenenti a tale settore industriale è rinomatamente associato un maggiore livello di incertezza, mentre il dato di *deal value* dovrebbe fornire esattamente indicazione dell'opposto.

Proseguendo con un *focus* sui settori quello maggiormente presente in questa analisi si palesa il settore *Finance*, con ben 4 IPO, seguito dal settore *Construction&Building* e da quello *Trasportation* a pari merito.

A seguito di questa breve precisazione va tuttavia fornito il dato più importante, ragione per la quale si è condotta questa “analisi nell'analisi”: si tratta del dato di *Underpricing* che, in questo specifico caso si attesta ad un valore medio di 14,5% (IPORETN), oscillando da un massimo di 56,2% ad un minimo di -3,2%, quindi palesandosi addirittura casi di *Overpricing* oltre che un dato medio di minor *Underpricing*: come ci si aspettava queste 10 realtà industriali hanno sofferto mediamente di un sottoprezzamento inferiore allo stesso rilevato per l'intero campione sotto analisi (14,5%

versus 35%), nonostante la rilevazione di picchi non del tutto trascurabili e parzialmente inaspettati⁴²⁰.

Di seguito, per completezza d'analisi, si riporta una tabella (tabella 17) che riassume i risultati ottenuti fornendo i dettagli per settore di appartenenza: quello che emerge in particolar modo è che nonostante, come già detto, il settore *Finance* sia quello maggiormente presente, con 4 IPO su 10, tuttavia quello che manifesta maggior *Underpricing*, pur sempre di importo ridotto, è il settore *Construction&Building* con un valore di IPORETN medio pari a 36,7%. Questo stesso settore è anche il più rilevante in termini di *deal value* medio: si ritroverebbe pertanto una conflittualità all'interno del medesimo micro-campione considerato, poiché a maggior valore dell'IPO *deal* si sono registrati casi di maggior sotto-prezzamento.

Tuttavia se si considera, come appena fatto in tabella 16, la totalità delle *top 10 deal value's firms*, senza distinguere tra settori di appartenenza, rimane valida la constatazione che a queste sia associato complessivamente un minor livello di *Underpricing*.

Tabella 17: TOP 10 IPO by Sector (Deal Value)

TOP 10 IPO Deal Value						
GIGS	Finance	Construction & Building	Transportation	Mach.y	Computers & Electronics	TOT
No. IPO	4	2	2	1	1	10
AVG DEAL (mm US\$)	2.184	4.730	2.096	1.670	1.512	2.557
AVG IPORETN	15,4%	36,7%	7,4%	-3,2%	-1,4%	14,5%
AVG MAAR	17,9%	38,8%	4,9%	-1,3%	4,0%	16,2%
AVG TIME LAG (gg)	9,5	12,0	6,5	6,0	7,0	8,8

Proseguendo in questo approccio di analisi dettagliata del campione, un'altra variabile è stata impiegata per indagare la minore o maggiore corrispondenza con un ulteriore filone di teorie, questa volta non più collegate al *deal value*, ma pur sempre rilevanti nel panorama esplicativo il fenomeno di IPO *Underpricing*.

⁴²⁰ Va inoltre rilevato che, analizzando anche il dato della variabile di *time lag* associato a queste 10 realtà selezionate sulla base del *deal value* si trova perfetta coerenza con quanto atteso: di nuovo queste IPO, sotto-prezzate mediamente meno rispetto al totale campione, hanno anche sofferto di un minor intervallo di attesa tra la data di *pricing* e quella di effettiva *listing*: una media di 8,8 giorni in confronto con i 13 giorni rilevati a livello di totale campione. Le due variabili, qui lette attraverso un'analisi incrociata, sembrano confermare il fatto che una minor rischiosità dell'investimento ed una minor incertezza sono accompagnate da un minor *Underpricing*.

Come si ha già abbondantemente avuto modo di descrivere nel paragrafo 3.6 molti sono gli autori che, sulla scia della Teoria della Segnalazione di Allen&Faulhaber (1989), Grinblatt&Hwang (1989), Ibbotson (1975), Welch (1989), hanno cercato di comprendere se, e con che intensità, la stessa Teoria potesse trovare applicazione anche nel contesto cinese qui sotto indagine.

Questa nazione - in particolar modo - si rivelò estremamente interessante proprio sotto tale profilo, poiché si trattava di una rarità per la sua elevata presenza statale nelle differenti realtà industriali: si aprì pertanto una strada di discussione e di indagine fino ad allora inesplorata, considerato il pressoché nullo intervento del Governo nelle altre realtà, tipicamente occidentali, già analizzate.

Tuttavia alcuni autori [Chi&Padgett (2005)], oltre a considerare la presenza governativa quale fonte di segnalazione a disposizione dell'impresa quotanda⁴²¹ si soffermarono anche su dati di natura più strettamente economica inerenti la realtà oggetto di IPO: dati che permettessero di capire se si trattava di un'impresa profittevole o meno e se questa, con lo scopo di distinguersi dalle imprese meno meritevoli, fossero effettivamente disposte a sotto-prezzarsi maggiormente contando sulla possibilità di recuperare il danno monetario subito emettendo *in primis* un numero esiguo di IPO *shares*, ed, in secondo luogo, eseguendo delle emissioni secondarie nel breve termine⁴²².

Nello specifico gli autori suddetti impiegarono, quali *proxy* rappresentativa la *performance* dell'impresa, il dato circa l'*Earning per Share*, ossia l'Utile per azioni

⁴²¹ In tal senso si rammenta che i risultati rinvenuti, in termini di conseguenze derivanti dall'elevata *equity retention* da parte dello Stato in fase *post* IPO, non si dimostrarono esattamente univoci: mentre Mok&Hui (1998) rinvennero dai loro studi empirici che un'eccessiva ingerenza statale veniva mal interpretata da un investitore di stampo internazionale e, contrariamente, ben vista dagli operatori domestici [Beatty (1989)], non allo stesso risultato giunsero Chen *et al.* (2004). Anche Chi&Padgett (2005) si soffermarono su questo aspetto, tuttavia dandone una diversa interpretazione: essi non considerarono questa variabile quale rappresentativa di una volontà segnaletica da parte dell'impresa, bensì quale fonte di informazioni al fine di abbattere il problema di asimmetria informativa insito nel processo di IPO [Chi&Padgett (2005), Myers&Majluf (1984)]. Ulteriore chiave di lettura del fenomeno di ingerenza statale venne fornita anche da Chan *et al.* (2004), i quali lessero questa variabile quale causa di inefficienza operativa e di eccessivo controllo burocratico: da qui l'*Underpricing* diveniva strumento di convincimento necessario affinché gli operatori comunque sottoscrivessero le azioni oggetto di offerta.

⁴²² Per ulteriori approfondimenti, qualora il punto risultasse poco chiaro od eccessivamente riassuntivo si rimanda al paragrafo precedente, nello specifico al punto in cui viene trattato il grado di applicabilità della *Signaling Theory* al contesto cinese.

emesse⁴²³: nonostante ci si aspettava che i risultati fossero coerenti con quanto rilevato dagli studi empirici occidentali, vale a dire che ad una maggiore profittabilità d'azienda fosse associato un maggior *Undepricing* ed eventualmente una maggiore probabilità di avvento di SEO successive, essi - contestualmente ad altri autori [Liu (2003), Yu&Tse (2003)] – non trovarono questo tipo di corrispondenza, rilevando, al contrario, coefficienti associati a tali variabili statisticamente irrilevanti⁴²⁴.

Nell'intento di verificare l'applicabilità di questa teoria al campione qui oggetto di indagine va evidenziato come lo stesso caso appaia non coerente con le aspettative, confermando ulteriormente quanto già sostenuto dagli autori testé citati.

Volendo partire con ordine, tramite una panoramica graduale della questione, il dato di EPS rilevato a totale campione viene riassunto in tabella 18, all'interno della quale si fornisce informazione tanto sul livello di profittabilità registrato esattamente nell'anno di IPO (*EPS listing year*), quanto nell'anno immediatamente precedente (*EPS last year*) così da avere una visione più ampia della situazione societaria:

Tabella 18: EPS a totale campione

EPS (CNY)	Listing Year	Last Year
MEDIA	0,50	0,52
MEDIANA	0,43	0,45
MIN	0,05	0,10
MAX	2,25	5,00
ST.DEV	0,29	0,37

⁴²³ Per essere più precisi gli stessi condussero anche un'analisi che tenesse in considerazione il numero di SEO avvenute di lì a, massimo, due anni dall'IPO: purtroppo si è trattato di un dettaglio che, al fine dell'analisi che qui si vuole fornire, non si è stati in grado di estrarre. Per questo motivo, al fine di verificare il grado di applicabilità della *Signaling Theory* in questo studio, verrà impiegato il dato di EPS rinvenuto per ciascuna società, sia con riferimento all'anno precedente alla quotazione, che in corso d'anno. Va tuttavia precisato che i valori di EPS rinvenuti sono di natura previsionale, risultanti da studi eseguiti da analisti; non sono pertanto veri e propri dati di mercati. Inoltre alcuni autori hanno impiegato anche il dato relativo al *P/E ratio*, per il cui calcolo ci si ricollega sempre e comunque al dato di EPS qui impiegato, ragione per la quale si proseguirà in questa direzione.

⁴²⁴ Per onor del vero va ricordato che anche Chen G. *et al* (2004) e Su&Fleisher (1999) si occuparono della questione circa l'applicabilità della Teoria della Segnalazione al contesto di IPO cinese: essi tuttavia impiegarono quali *proxy* non tanto il dato di EPS, bensì quello di SEO (sostanzialmente adottarono una chiave di lettura inversa inducendo che, qualora un'impresa avesse eseguito SEO nel breve termine, si doveva probabilmente trattare di un *good company*). Da questo diverso approccio giunsero ad una conclusione differente rispetto a quelle precedentemente fornite, a sostegno dell'applicabilità di tale teoria anche al contesto cinese.

Come si evince chiaramente il campione sotto analisi, sia che si guardi al dato sul *listing* che quello sul *last year*, non presenta casi di eccezionale profittabilità⁴²⁵: mediamente le 868 aziende oggetto di indagine presentano un guadagno per azione pari a 0,50 CNY nell'anno di IPO, che si tramuta in un dato di poco superiore (0,52) se si guarda all'anno precedente.

Fermo restando che il dato di *standard deviation* associato a tale variabile si colloca intorno a valori non propriamente trascurabili, anche alla luce dell'esiguo dato medio rilevato, quello che in particolar modo emerge è che complessivamente parlando non si possa asserire la presenza - in questo campione - di aziende particolarmente profittevoli, sempre concordando sull'impiego dell'EPS quale metro di misurazione di tale dimensione.

Letta in questa maniera, ed incrociando il dato testé fornito con quello di *Underpricing* a totale campione, senza lo spaccato della dimensione temporale (35%), lo scenario sembrerebbe complessivamente confermare quanto sostenuto dalle teorie di Allen&Faulhaber (1989), Grinblatt&Hwang (1989), Ibbotson (1975) e Welch (1989) secondo le quali a bassi livelli di profittabilità – come si può ragionevolmente definire questa situazione - sono associati bassi livelli di sotto-prezzamento e viceversa.

Tuttavia questa lettura a totale potrebbe dimostrarsi fuorviante se non la si analizza congiuntamente con il dettaglio delle 10 *top* IPO in termini di EPS ed *Underpricing* associato: in questo senso l'approccio impiegato ricalca il medesimo utilizzato per la variabile *deal value* trattata immediatamente sopra.

Di seguito vengono riportate, sotto forma di tabella, le informazioni rilevanti circa le 10 imprese quotande a maggiore profittabilità, sia per l'anno interessato dall'IPO, che per quello immediatamente precedente (tabelle 19 e 20): non solo vengono riportati il dettaglio circa il settore di appartenenza e l'effettivo *Underpricing* registrato, così da verificare se vi sia congruenza con le teorie occidentali sopra citate; al contempo si riportano anche le informazioni relative al dato di *outstanding shares* che, in base a quanto sostenuto dalla teoria della Segnalazione, per le imprese più profittevoli in

⁴²⁵ Fatto salvo il dato di massimo registrato nel *last year* e pari a 5 CNY (circa 60 centesimi di euro per azione) che si presenta quale dato più rilevante in assoluto durante l'intero quadriennio, per il resto i valori sono alquanto sottotono.

procinto di quotarsi non dovrebbe essere troppo elevato proprio al fine di arginare la perdita di capitale derivante dall'*underpriced* IPO cui si sottomettono volontariamente.

Di seguito entrambe le tabelle:

Tabella 19: TOP 10 IPO (EPS listing year)

Issuer Name	GIG	IPORETN	MAAR	EPS listing year (CNY)	IPO Share
Henan Billions Chemicals Co Ltd	Chemicals	86,7%	81,0%	2,2	26%
Zhejiang Satellite Petrochemical Co Ltd	Chemicals	-10,9%	-7,0%	2,1	25%
Everyday Network Co Ltd	Real Estate/Property	74,7%	74,0%	2,0	25%
Zhejiang Semir Garment Co Ltd	Textile	-7,3%	-7,3%	1,9	10%
Stanley Fertilizer Co Ltd	Chemicals	-11,2%	-11,4%	1,7	25%
Changzhou Almaden Stock Co Ltd	Consumer Products	0,6%	2,6%	1,6	25%
Lecron Energy Saving Materials Co Ltd	Chemicals	18,9%	24,4%	1,6	25%
Shenzhen Hepalink Pharmaceutical Co Ltd	Healthcare	18,4%	31,1%	1,6	10%
Changsha Sinocare Co Ltd	Healthcare	18,5%	17,0%	1,6	25%
Sichuan Kelun Pharmaceutical Co Ltd	Healthcare	7,5%	5,9%	1,5	25%
AVG		19,6%	21,0%	1,8	22%

Tabella 20: TOP 10 IPO (EPS last year)

Issuer Name	GIG	IPORETN	MAAR	EPS last year (CNY)	IPO Share
Jiangmen Kanhoo Industry Co Ltd	Chemicals	52,4%	59,6%	5,0	25%
Jiangsu Nata Opto-electronic Material	Chemicals	24,0%	20,9%	4,7	25%
Zhejiang Jingsheng Mechanical & Elec.	Computers & Electronics	5,7%	3,4%	3,3	25%
Sainty Marine Corp Ltd	Transportation	58,5%	66,4%	2,0	25%
Shandong Meichen Science & Technology Co Ltd	Consumer Products	21,8%	16,0%	1,9	25%
Beijing Hualubaina Film & TV Co Ltd	Leisure & Recreation	23,2%	17,2%	1,9	25%
Changzhou Almaden Stock Co Ltd	Consumer Products	0,6%	2,6%	1,8	25%
Lecron Energy Saving Materials Co Ltd	Chemicals	18,9%	24,4%	1,7	25%
Zhejiang Semir Garment Co Ltd	Textile	-7,3%	-7,3%	1,7	10%
Bros Eastern Co Ltd	Textile	-9,3%	-8,6%	1,6	20%
AVG		18,8%	19,5%	2,6	23%

Come facilmente intuibile da una prima lettura di entrambe le tabelle, sia che si guardi al dato corrente che a quello di *last year*, in entrambi i casi emerge che, a fronte di un dato medio di EPS volutamente elevato (considerato che il filtro posto a totale campione è proprio in termini di massima profittabilità), per la precisione rispettivamente di 1,8 (CNY) e 2,6 (CNY), l'*Undepricing* registrato rimane sempre di gran lunga inferiore rispetto alla media a campione, attestata attorno al 35% (rispettivamente 19,6% e 18,8%⁴²⁶). Su quest'ultimo dato incidono molto i casi di *Overpricing* registrati, come si ha modo di vedere, anche con riferimento a realtà industriali per le quali, dato il *ranking* nella "classifica" delle *top 10* EPS, ci si aspetterebbe presentino, al contrario, elevati dati di *Underpricing*.

Oltre a rilevare questo importante risultato le tabelle di cui sopra forniscono anche il dettaglio della percentuale di *IPO shares* sul totale *outstanding*, dato rilevante sempre in un'ottica di studio della teoria che qui si sta testando: partendo dall'informazione che a totale campione il dato di *IPO shares* si attesta mediamente ad un valore pari a 24%, con un'oscillazione pressoché minima del 4% (deviazione *standard*) va da sé che le 10 imprese qui analizzate non costituiscono assolutamente un'eccezione alla regola, considerati i dati rilevati. Esse infatti, presentandosi valorizzate rispettivamente al 22 e 23%, si posizionano quali realtà assolutamente in linea con l'andamento medio; tuttavia, coerentemente con la teoria suddetta, le aspettative erano di rinvenire un valore che fosse per lo meno parzialmente inferiore a quello medio, proprio al fine di ridurre al minimo l'impatto negativo del maggior *Underpricing* a cui le stesse si sarebbero dovute teoricamente sottoporre.

Ad ogni modo la rilevazione di quest'ultimo dato non deve stupire proprio alla luce del fatto che, in tale specifico caso, non avendo le stesse optato per una forma di segnalazione onerosa (l'*Underpricing* infatti non è così elevato come ci si attendeva), non si sono neppure dovute preoccupare di ridurre al minimo le perdite associate a questa pratica, non avendola implementata a monte.

⁴²⁶ In questo caso il riferimento è al dato di IPORETN ma davvero poco cambia qualora si guardi al dato MAAR. Tuttavia le tabelle riportano entrambi i valori proprio per coerenza con l'impostazione data fin dall'inizio a questa analisi.

In ultima istanza, per fornire il massimo dettaglio possibile circa questa specifica analisi sulla profittabilità va sottolineato che, come facilmente deducibile da una veloce lettura delle due tabelle di cui sopra, i settori maggiormente presenti – nonostante la numerosità degli stessi differisca a seconda che si guardi al dato corrente o a quello passato – sono genericamente quello chimico, seguito dall' *healthcare* e dal tessile che si dimostrano quindi quali i settori maggiormente profittevoli.

Inoltre, nonostante il dettaglio non sia stato qui fornito per favorire la divulgazione di informazioni ritenute più rilevanti ai fini dell'analisi, va comunque sottolineato che, tranne un unico caso rilevato per l'EPS *last year*, tutte le altre IPO hanno avuto luogo presso la Borsa di Shenzhen che, come già detto, raggruppa realtà industriali ad alto potenziale di crescita e di profitto.

Fin qui si è proposta un'analisi che si focalizzasse specificatamente su alcune variabili la cui indagine è stata proposta anche da altri autori, poiché ritenuta ipoteticamente esplicativa il fenomeno di *Undepricing*: in tal senso ci si è voluti concentrare sull'IPO *price*, il *time lag*, il *deal value* ed il valore di EPS nel *listing* e nel *last year*.

Come si ha avuto modo di vedere non sempre si è individuato corrispondenza tra quanto formulato nelle teorie e quanto effettivamente registrato in tale specifico campione: eccezion fatta per quanto rilevato a totale campione per il *time lag* e per il dato di EPS che effettivamente sono in linea con le aspettative (anche se l'EPS nel dettaglio *top 10* non risulta convalidato), non lo stesso si può dire per il dato di *deal value* e di IPO *price* a totale campione, che infatti si manifestano in controtendenza rispetto a quanto teorizzato.

Tuttavia quello che si vuole ulteriormente fornire è un'analisi che effettivamente si focalizzi sulle imprese maggiormente sotto-prezzate, utilizzando pertanto quale filtro di selezione il dato di *Undepricing* rilevato: a tal fine è stato posto un tetto dello stesso al valore del 100% e, sul totale di 868 IPO, 56 sono rientrate in questo sotto-insieme, facendo registrare *Underpricing* di pari importo o superiore⁴²⁷.

⁴²⁷ Per la precisione il conteggio di 56 IPO si riferisce al dato di IPORETN posto maggiore o uguale alla soglia scelta arbitrariamente e pari al 100%: il dato cambia di pochissimo qualora il filtro venga posto sul dato di MAAR, poiché anziché rilevare un totale di 56 IPO se ne individua una in più, portando il dato a 57. Tuttavia tramite lo *step* successivo, che consiste nel selezionare, di queste 56, solo le *top 10*, tale

Analizzando il dato si tratta di per sé di un numero davvero esiguo, che rappresenta poco meno del 7% a totale campione, a riconferma pertanto del fatto che tale campione non si è certamente caratterizzato per un eccessivo *Underpricing*.

A questa prima selezione si aggiunge un ulteriore *step* che prevede di selezionare solo le *top 10*, replicando quindi la procedura precedentemente adottata per le altre variabili finora oggetto di studio quali il *deal value* e l'EPS.

Di seguito si riporta una tabella che sintetizzi i valori rivenuti, elencando le differenti realtà industriali in ordine decrescente per *Underpricing*, e annettendo al contempo anche informazioni circa i dati fatti registrare per le altre dimensioni di analisi prima indagate:

Tabella 21: Top 10 IPO UP

Issuer Name	Offer Price (CNY)	Deal Value (US\$mm)	GIG	IPORETN	MAAR	TIME LAG (gg)	EPS listing year (CNY)	EPS last year (CNY)
Shenzhen Sunyes Electronic Co Ltd	15,00	62	Computers & Elec	275%	266%	14	0,14	0,21
Zhejiang IDC Fluid Control Co Ltd	12,50	74	Metal & Steel	235%	218%	15	0,42	0,35
Chengdu Geeya Technology Co Ltd	11,30	61	Computers & Elec	210%	200%	16	0,22	0,25
Letong Chemical Co Ltd	13,70	50	Chemicals	207%	199%	11	0,25	0,20
Baotou Dongbao Bio-Tech Co Ltd	9,00	26	Healthcare	199%	183%	12	0,19	0,19
Anhui Anke Biotech. Co Ltd	17,00	52	Healthcare	195%	175%	36	0,29	0,25
Chongqing Fuling Zhacai Group Co Ltd	13,99	84	Food & Beverage	192%	189%	14	0,47	0,36
Jiangxi Ganfeng Lithium Co Ltd	20,70	76	Chemicals	186%	176%	14	0,34	0,30
Ningbo Sunlight Electrical App Co Ltd	16,00	47	Metal & Steel	185%	171%	14	0,26	0,22
Guangzhou Zhujiang Brewery Co Ltd	5,80	60	Food & Beverage	177%	163%	15	0,14	0,14
AVG	13,50	59		206%	194%	16	0,27	0,25

Ovviamente, sia che si guardi il dato medio in termini di IPORETN che di MAAR, i valori registrati per questa dimensioni di analisi sono ben superiori alla media fissata al 35%, rispettivamente 206% e 194%: questo risultato era più che prevedibile

discrepanza viene perfettamente eliminata poiché, sia che si guardi al dato di IPORETN che a quello di MAAR, le 10 imprese maggiormente sotto-prezzate sono identiche.

considerando che si è posto un filtro in fase di selezione delle società proprio per individuare le realtà industriali maggiormente sotto-prezzate.

Partendo invece con ordine dalla prima variabile immessa in tabella, l'IPO *Price* associato, si può dedurre che il dato rilevato è perfettamente coerente con quanto sostenuto dagli studi di Cheung *et al.* (2009) i quali individuarono una relazione inversa tra il prezzo di quotazione e l'effettivo sotto-prezzamento: tanto minore era il primo tanto maggiore risultava essere il secondo e viceversa. In questo specifico caso, nel quale sono state raggruppate le imprese a maggior *Underpricing*, le stesse manifestano un IPO *price* medio ben al di sotto, di oltre 10 punti, rispetto allo stesso rilevato a totale campione: 13,50 CNY *versus* i 26 CNY rilevati sul totale.

Tale ragionamento può essere replicato anche con riferimento al *deal value* che, coerentemente con le aspettative che lo volevano di importo ridotto trattandosi di una *proxy* della dimensionalità aziendale e quindi della conseguente incertezza insita nel processo di prima quotazione, si attesta ad un valore pari a quasi un terzo di quanto rilevato a totale campione: 59 milioni (US\$) contro i 165 del totale.

In effetti avendo qui concentrato le imprese che hanno sofferto del maggior *Underpricing* in assoluto, si suppone che alle stesse sia riconducibile un certo livello di incertezza, per l'appunto ben rappresentato dal basso valore di *deal value* registrato.

Coerenza si registra anche con riferimento alla dimensione di analisi del *time lag* che si attesta in media ad un valore di 16 giorni, mentre a totale campione lo stesso era leggermente di durata inferiore, aggirandosi attorno ai 13 giorni.

Tuttavia va sottolineato che il dato di *time lag* massimo a totale campione, pari – come precedentemente riportato – a 51 giorni, non rientra al contempo nello schema qui proposto: questa constatazione può essere interpretata come a voler significare che la dimensione temporale è indubbiamente importante in termini di *Underpricing* (anche in questo campione è infatti stata confermata la relazione esistente tra le due dimensioni così come negli studi precedenti), ma non più tanto rilevante quanto nel passato [Chen Z. *et al.* (2007), Tian (2003)] considerando che tra le imprese a maggior sotto-prezzamento non compare quella con il *time lag* più elevato. Evidentemente sussistono

motivazioni differenti dalla “lungaggine” burocratico-amministrativa, che sono tuttavia in grado di psiegare l’elevato *Underpricing* rilevato.

Infine, per l’ennesima volta, anche tramite questa analisi *ad hoc* non si trova conferma della *Signaling Theory*: se infatti si dovesse ragionare coerentemente con tale teoria, adottando una lettura al contrario, ci si aspetterebbe che le realtà industriali qui raggruppate presentino encomiabili valori di EPS, impiegato quale *proxy* della profittabilità: le *good companies* dovrebbero – secondo quanto teorizzato – propendere per segnalarsi al mercato sopportando inizialmente un maggior *Underpricing*.

Tuttavia, contrariamente alle aspettative, gli stessi valori si presentano addirittura di importo quasi dimezzato rispetto a quanto rilevato a totale campione (0,27 *versus* 0,50 guardando al *listing year*)⁴²⁸.

Oltre a queste rilevazioni, facilmente deducibili da una lettura immediata della tabella 17, si sottolinea come delle 10 IPO a maggior *Underpricing* ben il 60% si sia quotato nell’anno 2010, anno – come visto – maggiormente movimentato dal punto di vista quantitativo più che qualitativo (elevato numero di IPO, ma non contestualmente anche di *Underpricing* registrato).

Inoltre non deve stupire rilevare che queste 10 imprese si siano tutte quotate nella Borsa Valori di Shenzhen che, per sua natura, accoglie realtà industriali a maggior rischiosità ed incertezza e che quindi, contestualmente, soffriranno probabilmente di un maggior *Underpricing*.

Ciò detto va eseguita - in ultima istanza - un’analisi che adotti come *focus* l’elemento settoriale, al fine di comprendere se anche questo ha giocato in una qualche misura un ruolo in termini di maggior *Underpricing* [Chi&Padgett (2005)]: come più volte riportato vi sono infatti settori convenzionalmente considerati più rischiosi di altri, ai quali pertanto si ipotizza siano associati casi di maggior sotto-prezzamento.

⁴²⁸ In tal senso rileva anche il fatto che, nonostante l’informazione non sia stata riportata in tabella per una questione di spazi ridotti, il dato relativo alla percentuale di IPO *Shares* sul totale *Outstanding* non manifesta assolutamente alcun particolare *trend*, come invece ci si aspetterebbe sulla base della *Signaling Theory*: si registra un perfetto 24%, assolutamente coerente con il dato rilevato a totale campione.

A tal fine, nonostante il dettaglio del settore fosse già presente nella tabella precedente, se ne riporta ora una ulteriore che presenti il dato in una maniera tale da renderlo più leggibile:

Tabella 22: Top 10 IPO UP by Sector

TOP 10 IPO UP						
GIGS	Computers & Electronics	Metal & Steel	Healthcare	Chemicals	Food & Beverage	TOT
No. IPO	2	2	2	2	2	10
AVG IPORETN	243%	210%	197%	196%	184%	206%
AVG MAAR	233%	195%	179%	188%	176%	194%
AVG EPS list y	0,18	0,34	0,24	0,30	0,31	0,27
AVG EPS last y	0,23	0,29	0,25	0,25	0,25	0,25

Come si evince in questa particolare analisi si assiste ad una equidistribuzione delle IPO tra i differenti settori, palesandosi due IPO per ciascuno dei cinque settori rilevati a maggior sotto-prezzamento: più specificatamente il settore a manifestare il dato di *Undepricing* più elevato è, coerentemente con le aspettative, il *Computers&Electronics* che registra un valore medio di 243% (dato IPORETN)⁴²⁹, a seguire si rinviene il settore metallurgico, sanitario, chimico ed infine quello alimentare.

Va tuttavia sottolineato che, rispetto al dato espresso secondo la modalità di calcolo dell'IPORETN, leggere il dato MAAR qui cambia la situazione: mentre a totale campione si era infatti assistito ad un caso di assoluta identità (35% e 35% o 28% e 28%) non lo stesso si può dire in questa analisi *ad hoc*, nella quale si palesa una differenza tra l'una e l'altra grandezza dell'ordine di oltre dieci punti percentuali. Evidentemente in questa specifica analisi focalizzata sulle realtà a maggior *Underpricing* le variazioni dello *Shenzhen A Share Index* (visto che è esclusivamente tale Borsa ad essere interessata) hanno notevolmente "sporcato" il risultato, ragion per la quale leggere il dato al netto delle stesse permette di arrivare ad un risultato più realistico.

⁴²⁹ Allo stesso è anche associato il minor dato in termini di EPS sia nella dimensione *listing year* che *last year*: nuovamente si deduce come la Teoria della Segnalazione sia altamente inappropriata a spiegare l'*Underpricing* qui rilevato.

Considerando invece la totalità dei settori presenti a totale campione, anziché focalizzarsi esclusivamente su alcuni di questi come finora fatto, si giunge a rilevare i seguenti dati qui espressi secondo un ordine decrescente a partire dal peso che gli stessi hanno avuto sul totale in termini di numerosità:

Tabella 23: Analisi per settore a totale campione

GIG	Number of IPO	% on total	AVG IPORETN (%)	MAAR (%)	WEIGHTED IPORETN	WEIGHTED MAAR
Computer & Electronics	175	20	37	37	7%	7%
Machinery	94	11	29	30	3%	3%
Chemicals	85	10	40	40	4%	4%
Healthcare	73	8	42	40	4%	3%
Metal&Steel	66	8	38	38	3%	3%
Construction	53	6	32	31	2%	2%
Consumer Products	52	6	20	21	1%	1%
Professional Services	38	4	41	41	2%	2%
Auto truck	31	4	31	31	1%	1%
Telecommunication	28	3	38	37	1%	1%
Food&Beverage	26	3	42	41	1%	1%
Textile	25	3	22	22	1%	1%
Transport	20	2	31	30	1%	1%
Agribusiness	18	2	39	38	1%	1%
Utility & Energy	16	2	32	33	1%	1%
Retail	15	2	38	35	1%	1%
Oil&Gas	14	2	25	27	0%	0%
Forestry paper	9	1	19	18	0%	0%
Finance	9	1	34	34	0%	0%
Publishing	7	1	40	42	0%	0%
Leisure&Recreation	7	1	65	61	1%	0%
Real Estate	3	0	61	61	0%	0%
Mining	3	0	57	52	0%	0%
Dining & Landing	1	0	40	34	0%	0%
TOTALE	868	100%			35%	35%

Come ci si poteva aspettare a farla da padrone vi è il settore tecnologico con ben 175 IPO associate: questa realtà distacca di quasi il doppio la seconda classificata che presenta “solo” 94 casi di prima quotazione.

Tuttavia va rilevato che dei primi cinque settori presenti in questa classifica ben quattro sono esattamente gli stessi ritrovati nell’indagine condotta precedentemente termini di

realtà industriali a maggior *Underpricing* (*Computer&Electronics*, *Chemicals*, *Healthcare*, *Metal&Steel*).

In tal senso infatti, nonostante la tabella di cui sopra riporti, oltre che il dettaglio della numerosità, anche quello in merito ai dati di IPORETN e di MAAR associati ai differenti settori elencati, tuttavia la singola lettura di questo dato così proposta può essere fuorviante: basandosi infatti solo ed esclusivamente sui dati forniti nella quarta e quinta colonna quello che emerge è che i tre settori a maggior *Underpricing* sono rispettivamente nell'ordine il *Leisure&Recreation* (+65%), il *Real Estate* (+61%) ed il *Mining* (+57%)⁴³⁰. Tuttavia questo dato deve essere letto in concomitanza con l'incidenza che il medesimo settore ha avuto a totale campione che, negli specifici casi riportati, è pressoché nulla⁴³¹.

Per questo motivo nella sesta e settima colonna della suddetta tabella si riporta il dettaglio di IPORETN e di MAAR calcolato secondo la formula della media ponderata: è proprio attraverso questo calcolo che balza agli occhi, quale settore a maggior sotto-prezzamento, quello *High Tech* con un valore pari al 7%, seguito da *Chemicals* e *Healthcare* a pari merito, nonché dal settore *Machinery* e *Metal&Steel* anch'essi a pari merito, ma in terza posizione⁴³².

Per onor di precisione la stessa analisi viene proposta guardando ai dati rilevati una volta trascorsi 20 *trading days* dalla data di IPO, così da evidenziare, qualora si palesino, eventuali settori che nel breve termine sono stati caratterizzati da una maggiore discesa nei prezzi.

Tuttavia come facilmente deducibile ad una lettura della tabella sotto riportata (tabella 24) non si assiste ad alcun caso degno di nota in questo senso: tutti i settori rimangono pressoché in linea con quanto rilevato alla data di effettiva quotazione, ad eccezione di oscillazioni davvero irrisorie, dell'ordine di un punto percentuale, tra il dato al *trading day* e a 20 giorni.

⁴³⁰ Dati di IPORETN, ma la classifica rimane pressoché invariata guardando ai dati MAAR.

⁴³¹ Un'ulteriore conferma del fatto che, in fase di verifica dell'IPORETN settoriale, si deve prestare attenzione contestualmente al dato di numerosità campionaria viene fornita dall'analisi precedentemente condotta circa le *top 10 underpriced IPO*: nessuna delle realtà industriali lì rilevate ricadeva infatti in uno dei tre settori appena citati (*Leisure&Recreation*, *Real Estate*, *Mining*), a testimonianza del fatto che qui gli stessi risultano i settori a maggior sotto-prezzamento solo per una questione di esigua base numerica di calcolo.

⁴³² Il riferimento è sempre ai dati letti in IPORETN, tuttavia anche in questo caso davvero poco cambierebbe guardando al dettaglio MAAR.

Proprio a voler essere scrupolosi l'unico elemento che può essere rilevato, e che si discosta dagli *standard*, è che alcuni settori, quali ad esempio quello chimico e quello sanitario, hanno visto un lievissimo incremento nel dato di *Underpricing*, quando comunemente ci si aspetterebbe l'esatto contrario: tuttavia la differenza è talmente irrisoria da poterlo imputare anche ad un semplice errore di approssimazione in fase di calcolo, per la parte rimanente il dato è pressoché identico.

Tabella 24: Analisi per settore a totale campione (dato a 20 gg)

GIG	Number of IPO	% on total	AVG IPORETN 20 GG(%)	AVG MAAR 20 GG(%)	WEIGHTED IPORETN 20 GG	WEIGHTED MAAR 20 GG
Computer & Electronics	175	20	34	32	7%	6%
Machinery	94	11	24	25	3%	3%
Chemicals	85	10	29	28	3%	3%
Healthcare	73	8	37	35	3%	3%
Metal&Steel	66	8	24	23	2%	2%
Construction	53	6	33	30	2%	2%
Consumer Products	52	6	12	13	1%	1%
Professional Services	38	4	28	30	1%	1%
Auto truck	31	4	26	23	1%	1%
Telecommunication	28	3	32	33	1%	1%
Food&Beverage	26	3	39	37	1%	1%
Textile	25	3	4	7	0%	0%
Transport	20	2	26	25	1%	1%
Agribusiness	18	2	33	32	1%	1%
Utility & Energy	16	2	11	16	0%	0%
Retail	15	2	21	19	0%	0%
Oil&Gas	14	2	25	25	0%	0%
Forestry paper	9	1	20	17	0%	0%
Finance	9	1	41	39	0%	0%
Publishing	7	1	30	33	0%	0%
Leisure&Recreation	7	1	50	46	0%	0%
Real Estate	3	0	70	68	0%	0%
Mining	3	0	45	51	0%	0%
Dining & Landing	1	0	85	66	0%	0%
TOTALE	868	100%			28%	28%

4.5. SPIEGAZIONI

Alla luce dei risultati rinvenuti in questo campione, e descritti dettagliatamente nel paragrafo precedente, si cercherà ora di fornire una chiave di lettura degli stessi andando a proporre delle plausibile spiegazioni per i dati rinvenuti.

Come si ha avuto modo di constatare, al di là della mera rilevazione di un dato di *Undepricing* a totale campione pari al 35%, lo stesso è stato poi indagato anche alla luce delle differenti teorie esistenti in materia: i risultati tuttavia non sono sempre stati esattamente conformi alle aspettative ed in taluni casi sono emerse interpretazioni del fenomeno e considerazioni circa il grado di applicabilità delle varie teorie differenti a seconda del punto di vista adottato, se rispettivamente a totale campione o concentrandosi solo sui dati di massimo registrati (analisi di tipo *top 10*) per quella specifica variabile.

Partendo dal principio, dal primo dato veramente rilevante in termini di *Underpricing* proposto in questo studio, ci si vuole soffermare ora su quanto illustrato nelle tabelle 7 e 8 (e relativi istogrammi 3-4) in termini di IPORETN e di MAAR su base annua.

La rilevazione di questo *downward trend*, sintomatico indubbiamente di una progressiva eliminazione di elementi che precedentemente sporcavano la *performance* dei mercati finanziari in fase di IPO, e quindi salutato positivamente dagli “ addetti ai lavori”, può essere letta sulla base di differenti considerazioni: si potrebbe ad esempio supporre, non a torto, che la platea di investitori, soprattutto quelli *retail* la cui presenza è rinomatamente considerevole in Cina⁴³³, si sia evoluta nel corso degli anni, facendosi gradualmente più accorta, informata e meno irrazionale soprattutto in fase di giudizio delle imprese quotande.

Contestualmente non va dimenticato che, rispetto ai molti studi svolti in materia e focalizzati sui primi anni dalla nascita delle Borse Valori, ci si attende che ad oggi i

⁴³³ In tal senso non va dimenticato ad esempio lo studio proposto da Chi&Padgett (2005) che, all'interno del loro *paper*, furono anche in grado di considerare quale effetto questo elemento potesse avere sull'*Underpricing*. Essi rilevarono che, a dati 2005, la composizione della platea di investitori era per il 90% di tipo *retail*.

mercati finanziari cinesi siano più maturi e, parimenti, meno volatili rispetto al passato⁴³⁴.

In particolare, soprattutto in tempi più recenti si è assistito ad un innegabile *shift* del *capital flow* che, in forme massicce, è migrato dai mercati occidentali verso i mercati delle realtà emergenti asiatiche.

Proprio in tal senso, al fine di convalidare l'affermazione testé fatta, si fornisce di seguito un dettagliato prospetto della *World Market Capitalization* (Fonte: *Bloomberg*, dati aggiornati al 25 marzo 2013) presentato sulla base delle quattro macro aree geografiche abitualmente considerate in questo scenario; nell'ordine le Americhe, l'Europa, l'Asia *Pacific* e l'Africa con annesso Medio Oriente.

Il dato viene esplicitato, oltre che ovviamente in valore assoluto, anche come percentuale di variazione mensile, in forma *Year To Date*, nonché sul totale mondiale, dato che maggiormente rileva ai fini della nostra indagine.

Tabella 25: World Market Capitalization (Update: 25th March 2013)

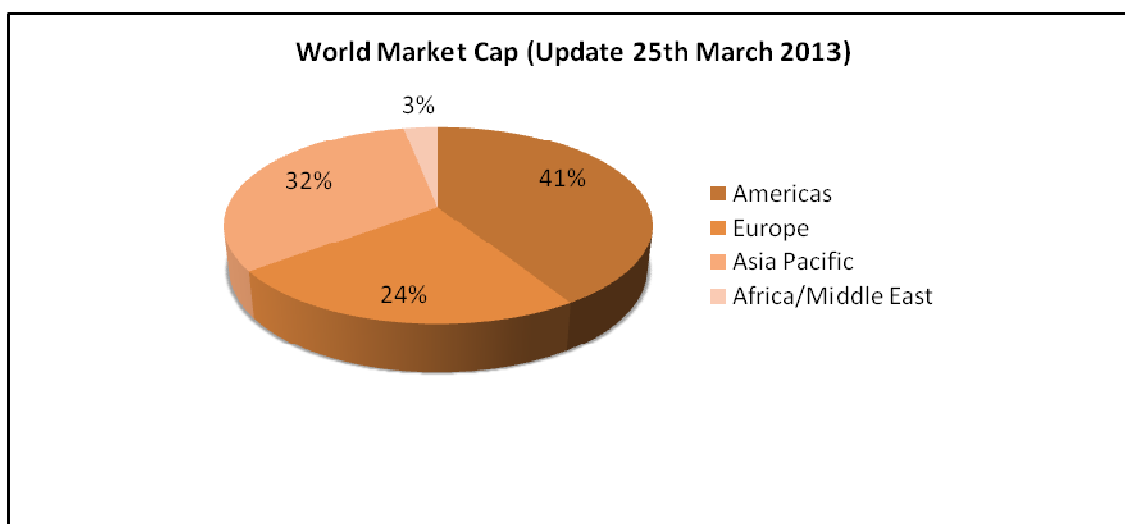
Country	Current (Mil USD)	Monthly % Change	YTD % Change	% of World
WORLD	54.986.600,00	0,65%	4,83%	100,00%
AMERICAS				40,80%
USA	18.428.718,00	3,25%	9,33%	33,51%
Canada	1.979.481,00	-0,63%	-2,37%	3,60%
Brazil	1.159.245,00	-3,31%	-3,04%	2,11%
Mexico	532.182,00	3,60%	2,55%	0,97%
Chile	335.938,00	-1,75%	7,47%	0,61%
EUROPE				23,38%
United Kingdom	3.437.446,00	-0,10%	0,64%	6,25%
France	1.706.734,00	-1,79%	2,65%	3,10%
Germany	1.581.882,00	-1,46%	0,94%	2,88%
Switzerland	1.330.773,00	-0,10%	8,97%	2,42%
Russia	764.138,00	-3,72%	-3,68%	1,39%
Sweden	634.179,00	-1,96%	9,22%	1,15%
Spain	568.289,00	-3,42%	0,07%	1,03%
Italy	494.387,00	-4,40%	-3,01%	0,90%
Belgium	315.740,00	0,91%	6,03%	0,57%
Turkey	314.899,00	6,72%	4,75%	0,57%
Netherlands	310.348,00	0,75%	4,08%	0,56%
Norway	289.849,00	-3,55%	1,12%	0,53%

⁴³⁴ Quest'ultima affermazione, di inferiore volatilità dei mercati finanziari cinesi, sembrerebbe “cozzare” con il dato di *standard deviation* prima riportato (tabelle 3 e 4) e con i grafici sui rendimenti registrati nelle due Borse Valori (grafici 3 e 4): tuttavia lo stesso, pur collocandosi a valori non del tutto irrilevanti, rimane ben al di sotto di quanto registrato in studi antecedenti. Per approfondimenti si rimanda al dato riportato nei diversi *paper* citati al paragrafo 3.6.

Denmark	258.725,00	-2,56%	6,14%	0,47%
Finland	170.370,00	-3,07%	4,53%	0,31%
Poland	164.138,00	-5,57%	-7,48%	0,30%
Ireland	130.701,00	6,53%	21,91%	0,24%
Austria	108.905,00	-4,28%	-3,04%	0,20%
Portugal	73.845,00	-3,95%	4,11%	0,13%
Greece	44.103,00	-7,52%	0,13%	0,08%
Czech Republic	33.100,00	-8,52%	-14,95%	0,06%
Croatia	23.596,00	1,04%	6,99%	0,04%
Luxembourg	20.470,00	-11,82%	-14,51%	0,04%
Hungary	18.791,00	-10,92%	-8,89%	0,03%
Ukraine	16.060,00	-1,05%	15,09%	0,03%
Romania	15.741,00	-2,54%	5,85%	0,03%
Slovenia	5.823,00	-5,86%	-9,10%	0,01%
Slovakia	5.419,00	-1,10%	5,36%	0,01%
Bulgaria	4.990,00	-4,29%	-4,86%	0,01%
Lithuania	4.206,00	2,90%	18,11%	0,01%
Malta	3.762,00	0,71%	1,56%	0,01%
Iceland	3.479,00	2,51%	-40,74%	0,01%
Cyprus	3.073,00	-3,16%	-4,10%	0,01%
Estonia	2.564,00	7,44%	10,38%	0,00%
Latvia	1.147,00	3,37%	2,90%	0,00%
ASIA PACIFIC				31,97%
Japan	4.114.632,00	4,17%	13,08%	7,48%
Hong Kong	3.352.165,00	-1,71%	-0,53%	6,10%
China	3.205.782,00	0,73%	7,00%	5,83%
Australia	1.431.973,00	-0,79%	5,29%	2,60%
India	1.158.987,00	-6,51%	-7,98%	2,11%
South Korea	1.110.859,00	-3,43%	-4,20%	2,02%
Taiwan	821.630,00	-1,00%	1,02%	1,49%
Singapore	617.646,00	-0,94%	2,86%	1,12%
Indonesia	477.992,00	1,88%	11,96%	0,87%
Malaysia	452.755,00	2,21%	-2,67%	0,82%
Thailand	440.905,00	1,02%	15,19%	0,80%
Philippines	239.131,00	-0,20%	7,32%	0,43%
New Zealand	59.023,00	0,84%	5,00%	0,11%
Pakistan	45.817,00	-1,92%	2,15%	0,08%
Vietnam	43.211,00	0,25%	15,63%	0,08%
Sri Lanka	17.625,00	0,80%	2,67%	0,03%
AFRICA/MIDDLE EAST				3,05%
South Africa	468.548,00	-5,46%	-9,36%	0,85%
Saudi Arabia	389.865,00	1,56%	4,55%	0,71%
Israel	144.489,00	5,23%	9,46%	0,26%
Qatar	129.862,00	-0,60%	2,82%	0,24%
U.A.E.	129.189,00	2,04%	20,78%	0,23%
Kuwait	97.216,00	-1,18%	0,04%	0,18%
Nigeria	67.083,00	-1,62%	19,04%	0,12%
Egypt	58.101,00	-4,30%	-8,47%	0,11%
Morocco	49.140,00	-1,10%	-5,74%	0,09%
Jordan	26.691,00	-1,14%	1,61%	0,05%

Oman	21.937,00	4,59%	7,99%	0,04%
Kenya	17.792,00	10,66%	19,52%	0,03%
Kazakhstan	16.341,00	18,32%	18,19%	0,03%
Bahrain	14.227,00	-5,64%	16,18%	0,03%
Tunisia	8.956,00	1,96%	3,70%	0,02%
Lebanon	8.949,00	0,12%	1,34%	0,02%
Mauritius	7.989,00	4,23%	11,79%	0,01%
Botswana	4.675,00	2,31%	7,13%	0,01%
Ghana	4.275,00	15,43%	41,47%	0,01%
Zambia	3.097,00	9,36%	19,19%	0,01%
Malawi	576,00	15,21%	-6,15%	0,00%

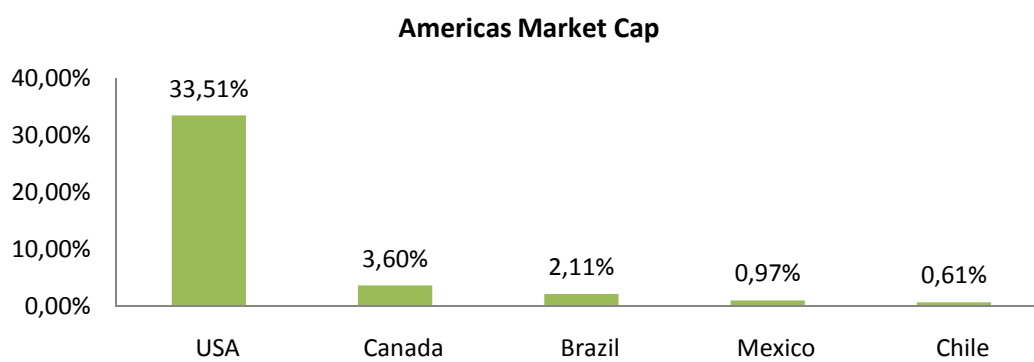
Sostanzialmente, focalizzandosi sul peso mondiale, la situazione attualmente si prospetta secondo questa ripartizione a torta:



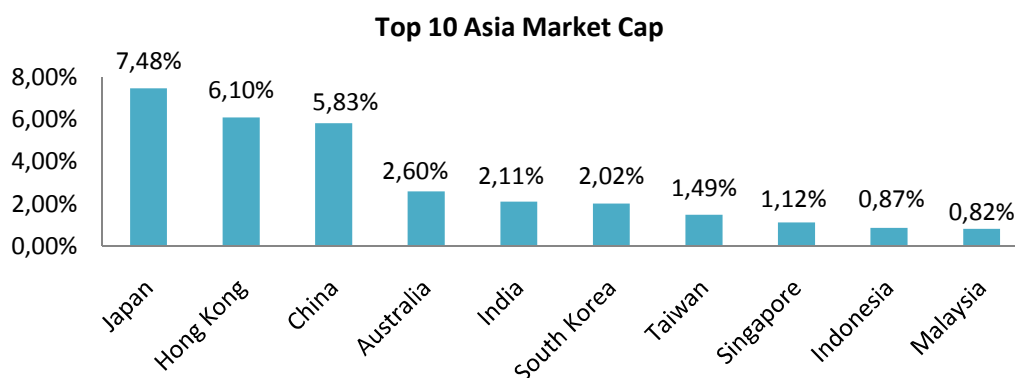
Come si evince, oltre all'indubbio, e oramai risaputo, ruolo chiave giocato dall'America, in particolar modo dagli Stati Uniti d'America, i quali contano all'incirca per il 34% sul dato a totale area pari a 41% (si veda la tabella 25 per il dettaglio della spaccatura interna), al secondo posto si ritrova, non a sorpresa visto quanto finora sostenuto, il continente asiatico che distacca di quasi dieci punti percentuali la controparte europea (32% *versus* 24%): quest'ultima in particolar modo sta attualmente attraversando un periodo storico di notevole asfissia finanziaria, anche alla luce dei deludenti andamenti registrati ultimamente dalle differenti Borse Valori nazionali ed in molti casi collegati al *sentiment* negativo degli investitori, spesso giustificato dalle critiche situazioni in cui versano i debiti sovrani.

Al fine di fornire una lettura più semplificata della tabella sopra riportata si propone di seguito una serie di istogrammi che ben danno l'idea della situazione di *market cap* per le tre macro aree testé citate, con uno spaccato della distribuzione interna così da comprendere quale mercato finanziario giochi il ruolo predominante e se sussiste un notevole distacco o al contrario, una situazione di quasi equiparabilità, tra la prima e le altre posizioni all'interno della medesima area.

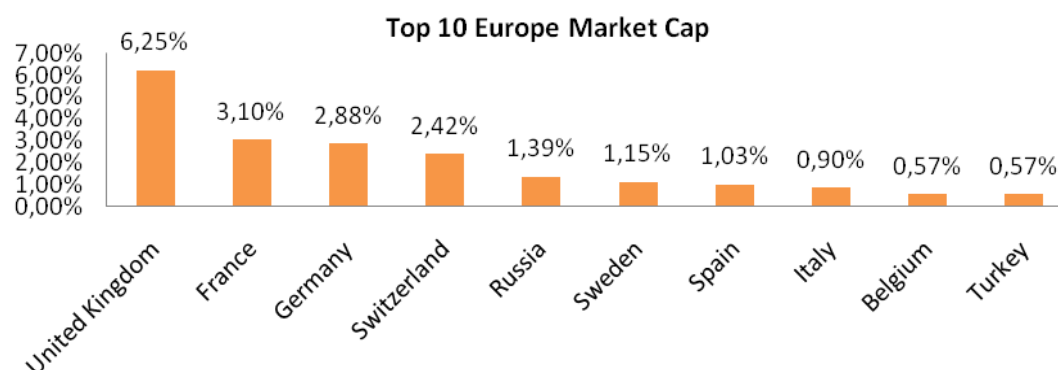
Istogramma 5



Istogramma 6



Istogramma 7



Tralasciando lo scenario americano, di cui si è già parzialmente trattato e nel quale l'elemento che risalta maggiormente è la centralità degli US rispetto alle altre nazioni comunque considerate (che infatti complessivamente rappresentano meno del 10% sul totale area), quello che veramente deve colpire, anche ai fini della presente indagine, è il contesto asiatico, nel quale le prime tre realtà finanziarie pesano tutte notevolmente.

Oltre al Giappone, che in termini di capitalizzazione ha rinomatamente giocato, anche nel passato, un ruolo centrale (Fonte: *World Federation of Exchanges*), si assiste ora all'avanzata della Cina in termini di *Mainland China*: a considerare il dato congiuntamente con quello rilevato per Hong Kong, il quale occupa un apprezzabile ed indipendente secondo posto anche memore del percorso di matrice anglosassone di cui si è reso protagonista⁴³⁵, la suddetta nazione asiatica - presa in qualità di *Greater China* - supererebbe abbondantemente la prima classificata.

Ben differenti i risultati invece per il contesto europeo nel quale, escludendo il Regno Unito che è l'unico a presentare ancora livelli di capitalizzazione degni di nota, le altre nazioni sembrano soccombere inesorabilmente di fronte all'avanzata asiatica, non riuscendo ad andare oltre i 3,1 punti percentuali di *World Market Cap*: sostanzialmente quello a cui si sta assistendo è un azzeramento dell'*Asset Allocation* verso i paesi europei periferici.

⁴³⁵ Va ricordato che la Borsa di Hong Kong ha sempre fatto registrare valori ben diversi rispetto agli stessi rilevati dalle "cugine" Shanghai e Shenzhen: oltre ad essere caratterizzata da una storia pregressa ben più lunga, e quindi potendo far affidamento su un dato storico comunque impattante, la stessa Borsa ha sin dal principio imposto regole di *Disclosure* e trasparenza ben più rigide, permettendogli di raggiungere sin da subito ottimi livelli di efficienza e di funzionalità.

Tuttavia va sottolineato che, oltre ad esservi stata una migrazione dei capitali tra macro aree, la stessa si è verificata anche all'interno della medesima, tra differenti nazioni: basti constatare che mentre nel passato all'interno del continente asiatico notevole era il ruolo giocato da Giappone, Australia, Singapore, Taiwan e Hong Kong, ad oggi il ruolo della Cina, prima pressoché inesistente, sta diventando gradualmente più importante e prepotente, nonostante il suo andamento non si dimostri propriamente lineare, bensì incline a fluttuazioni nel valore tipiche di un mercato non ancora del tutto solido.

Per un maggior dettaglio sull'andamento storico del fenomeno di *Market Capitalization* si riporta ora una tabella (Fonte: *World Federation of Exchanges*), che analizza la stessa per le tre macro aree geografiche di cui si è fin qui discusso, nonostante non per tutte si sia reso disponibile un dettaglio completo (per l'area europea ad esempio vi si trovano esclusivamente alcune realtà borsistiche).

Nello specifico questa informazione viene presentata in un intervallo temporale decennale che va dall'anno 2000 al 2010, così da poter rilevare eventuali *shift* di *capital flows* avvenuti nel corso degli ultimi anni, sia tra macro aree che all'interno delle stesse.

Effettivamente dalla tabella trova conferma, oltre al ruolo chiave giocato dal Giappone in tutti gli anni considerati, il notevole incedere della Cina, tramite le Borse Valori di Shanghai e Shenzhen: la stessa infatti tra l'anno 2002 (a cui corrisponde il primo dato di capitalizzazione disponibile) e l'anno 2010 è cresciuta di circa il 770%.

Ad ogni modo anche altre realtà nazionali si sono dimostrate estremamente interessate in termini di evoluzione nello scenario borsistico globale: basti rilevare il balzo in avanti fatto tra la fine del 2000 e la conclusione del 2010 da realtà emergenti quali Brasile (+583%), Cile (+466%), India (+1229%)⁴³⁶, Corea (+636%), Indonesia (+1244%), Thailandia (+851%), Sri Lanka (+1755%), a dimostrazione del fatto che c'è sempre un maggior interesse, in termini di investimenti, verso queste destinazioni, a discapito delle ben meno rilevanti capitalizzazioni registrate in Europa.

Per approfondimenti si veda la tabella che segue (tabella 26):

⁴³⁶ In realtà il calcolo della variazione per l'India è stato fatto, come per la Cina, con riferimento all'anno 2002, primo anno di cui si disponeva del dato.

Tabella 26: Domestic Market Capitalization (in Million USD)

Exchange	End 2000	End 2001	End 2002	End 2003	End 2004	End 2005	End 2006	End 2007	End 2008	End 2009	End 2010
AMERICAS											
USA	15.214.416	13.826.485	11.055.455	14.266.023	16.323.509	17.437.691	19.568.973	19.922.280	11.590.278	15.077.286	17.283.452
Canada	766.204	611.493	570.223	888.678	1.177.518	1.482.185	1.700.708	2.186.550	1.033.449	1.676.814	2.170.433
Brazil	226.152	186.238	121.641	226.358	330.347	474.647	710.247	1.369.711	591.966	1.337.248	1.545.566
Mexico	125.204	126.258	103.941	122.533	171.940	239.128	348.345	397.725	234.055	352.045	454.345
Chile	60.401	56.310	49.828	87.508	116.924	136.493	174.419	212.910	131.808	230.732	341.799
ASIA PACIFIC											
Japan	3.157.222	2.264.528	2.069.299	2.953.098	3.557.674	4.764.870	4.909.938	4.663.723	3.356.417	3.623.563	4.099.606
Hong Kong	623.398	506.073	463.055	714.597	861.463	1.054.999	1.714.953	2.654.416	1.328.768	2.305.143	2.711.316
China	NA	NA	463.091	512.979	447.720	401.852	1.145.455	4.478.867	1.778.784	3.573.152	4.027.840
Australia	372.794	375.598	380.087	585.431	776.403	804.015	1.095.858	1.298.315	683.872	1.261.909	1.454.491
India	NA	NA	242.844	531.556	749.597	1.069.046	1.592.994	3.479.197	1.247.486	2.531.327	3.228.455
Korea	148.361	194.470	216.117	298.248	389.473	718.011	834.404	1.122.606	470.798	834.597	1.091.911
Taiwan	247.597	292.872	261.311	379.060	441.436	476.018	594.659	663.716	356.711	658.991	818.490
Singapore	155.126	117.338	101.554	148.503	217.618	257.341	384.286	539.177	264.974	481.247	647.226
Indonesia	26.813	22.998	30.067	54.659	73.251	81.428	138.886	211.693	98.761	214.941	360.388
Malaysia	113.155	118.981	122.892	160.970	181.624	180.518	235.581	325.290	189.239	289.219	408.689
Thailand	29.217	35.950	45.406	119.017	115.390	123.885	140.161	197.129	103.128	176.956	277.732
Philippines	25.261	20.606	18.198	23.190	28.602	39.818	68.270	102.853	52.031	86.349	157.321
New Zealand(1)	18.490	17.736	21.715	33.050	43.731	40.592	44.817	47.486	24.210	35.507	-
Sri Lanka	1.074	1.332	1.680	2.711	3.657	5.720	7.769	7.553	4.286	9.547	19.924
EUROPE											
London SE (2)	2.612.230	2.164.716	1.856.194	2.460.064	2.865.243	3.058.182	3.794.310	3.851.706	1.868.153	-	-
London SE Group (2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.453.622	3.613.064
Germany	1.270.243	1.071.749	686.014	1.079.026	1.194.517	1.221.106	1.637.610	2.105.198	1.110.580	1.292.355	1.429.719
Switzerland	792.316	625.909	547.020	727.103	826.041	935.448	1.212.308	1.271.048	880.334	1.064.687	1.229.357
Russia	NA	48.503	58.888	137.611	153.323	266.425	886.517	1.221.530	337.089	736.307	949.149
Spain	504.222	468.203	461.560	726.243	940.673	959.910	1.322.915	1.781.133	948.352	1.434.540	1.171.625
Italy (3)	768.363	527.467	477.075	614.842	789.563	798.073	1.026.504	1.072.535	522.088	655.848	-

(1) In 2010, New Zealand Exchange ceased its membership within WFE; (2) From 2009, London SE data are consolidated into London SE Group after merger with Borsa Italiana; (3) In 2010, Borsa Italiana merged with London SE to form the London Stock Exchange Group

Sempre su quest'ordine di grandezza rilevano moltissimo anche i dati riportati dal *Morgan Stanley World* (Fonte: www.msci.com), all'interno del quale - in termine di Indici - i pesi dei mercati emergenti è notevolmente incrementato nel corso degli anni attestandosi ad un non irrilevante 13% (dato di chiusura d'anno, aggiornato al 2012), palesando quindi un considerevole dirottamento in termini di allocazione dei capitali verso queste realtà⁴³⁷.

Non va infatti dimenticato che, a livello di investimento e di *asset allocation*, il *key driver* che guida la scelta di posizionamento è indubbiamente il dato di crescita economica su scala mondiale, in una prospettiva di lettura macro del fenomeno⁴³⁸.

In questo senso la Cina presenta dati estremamente elevati, come anche rinvenuto nel documento del Fondo Monetario Internazionale, il *World Economic Outlook* (versione ottobre 2012 – aggiornamento gennaio 2013) in base al quale ci si attende che la nazione asiatica, in qualità di *developing country*, dopo una crescita attestata a 9,3 punti percentuale nel 2011 e di 7,8 punti percentuale nell'anno successivo (quindi in leggera contrazione, ma pur sempre nella norma), si collochi - in via previsionale - ad un 8,2% nel 2013.

Tale rilevazione, contestualmente ad un incremento nella domanda, comporta – in un'ottica di diversificazione dell'investimento – un aumento nei volumi negoziati presso queste piazze finanziarie, così come del flottante.

Ne risulta pertanto un mercato per definizione maggiormente efficiente⁴³⁹, anche attraverso la figura degli intermediari finanziari che, sempre più spesso anche in Cina –

⁴³⁷ Per la precisione con la definizione “*Emerging Markets*” il *Morgan Stanley World* si riferisce a 21 nazioni, nello specifico Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù, Repubblica Ceca, Egitto, Russia, Ungheria, Marocco, Polonia, Turchia, Sud Africa, Cina, India, Indonesia, Corea, Malesia, Filippine, Taiwan e Thailandia: queste vengono comunemente indicate, anche per velocizzare il linguaggio tecnico, con la sigla “21 EM”. Nello specifico l'origine degli MSCI *Emerging Market Indexes* va ricercata nel 1988, quando venne creato il primo indice in assoluto: da allora gli stessi si sono moltiplicati e da un iniziale peso dell'1% in termini di *Equity Opportunity* si è migrati al considerevole dato del 13%, come emerso per l'anno 2012.

⁴³⁸ Proprio in quest'ottica deve essere letta la scelta di Prada di quotarsi, anziché nel mercato borsistico domestico, nel listino di Hong Kong. Le motivazioni infatti che spingono imprese ed investitori a intraprendere determinate scelte sono sostanzialmente guidate dall'andamento fatto registrare in specifiche aree sia in termini di crescita economica che di opportunità future.

⁴³⁹ Va infatti ricordato che l'efficienza dei mercati è fortemente collegata ai volumi che ne vengono negoziati, secondo un meccanismo di causa-effetto: i volumi migrano verso i mercati più efficienti e contestualmente i mercati sono efficienti se investiti da maggiori volumi. Sostanzialmente laddove giungono nuovi capitali questi - in un certo senso - impongono al mercato di “mettersi in ordine”, obbligando lo stesso a dimostrarsi idoneo per riceverli. Se così non fosse, si assisterebbe ad un ulteriore *shift* del *capital flow* verso mercati più adeguati.

come altrove - sono di caratura internazionale⁴⁴⁰: la loro presenza si palesa quale propedeutica per assicurare il corretto svolgimento delle transazioni, nonché una maggiore trasparenza del sistema ed accessibilità ai mercati per i differenti operatori.

Il vivo interesse recentemente manifestato dai vari investitori verso questa realtà non deve destare stupore: la Cina è sempre stata etichettata quale realtà di mercato sottovalutato, con grosse opportunità di investimento, una crescita economica - come già visto - favorevole, un livello di indebitamento ben al di sotto dei dati rilevati per le controparti occidentali, caratterizzata da andamenti demografici favorevoli, nonché dotata di alcune importanti materie prime⁴⁴¹.

La totalità di questi elementi, contestualmente al basso *standing* manifestato negli stessi ambiti dalle controparti occidentali, ha indubbiamente causato una migrazione dei capitali verso questa realtà di mercato emergente.

Contestualmente a questa spiegazione circa il basso livello di *Undepricing* registrato in questo campione, e collegato ad una maggiore efficienza e trasparenza dei mercati finanziari, non va dimenticato che l'abolizione del *Quota System*, di per sé avvenuta circa un decennio prima rispetto al nostro punto di osservazione (2001 *versus* 2009), così come l'adozione di sistemi di *pricing* e *allocation* progressivamente più *market driven* e maggiormente trasparenti (non vige più ormai da tempo il metodo del *price cap*), ha sicuramente influito sulla rilevazione di questo dato medio del 35% a totale campione (28% guardando al dato a 20 *trading days*).

⁴⁴⁰ A titolo esemplificativo, giusto per citare i casi più rappresentativi, oramai manifestano una capillare presenza nel mercato asiatico, nello specifico in quello cinese, importanti realtà quali JP Morgan, Citi Group, Bank of America, BNP Paribas oltre a società di gestione dei fondi quali Templeton e Fidelity. La loro presenza funge da acceleratore nel processo di raggiungimento dell'efficienza di mercato e potrebbe essere letta anche in un'ottica di *Advising Agent Theory*, ossia di riduzione dell'*Undepricing* grazie al terapeutico effetto di riduzione dell'incertezza *ex ante* da questi svolto [Booth&Smith (1986), Carter&Manaster (1990), Sherman (2000), Sherman&Titman (2002), Titman&Trueman (1986)]. Essi infatti adempiono ad un'importante funzione di supporto, assistendo gli investitori istituzionali intenzionati a fare il loro ingresso in questi mercati, di cui spesso poco è conosciuto. Questo permette contestualmente di rendere gli stessi più accessibili e trasparenti. Oltremodo, operatori quali Fidelity e Templeton svolgono anche un'importante funzione di controllo così da limitare il palesarsi di casi problematici rinvenuti in passato quali gravi episodi di corruzione: la tolleranza infatti di fronte a casi ritenuti poco limpidi è di per sé ai minimi, obbligando le imprese meno meritevoli ad uscire dal contesto finanziario.

⁴⁴¹ Contrariamente, applicando quanto detto alle controparti occidentali rilevanti in termini di piazze finanziarie, le stesse genericamente presentano *trend* demografici aventi un andamento opposto rispetto all'auspicabile, privi - nella quasi totalità dei casi - di materie prime, in una situazione di forte rallentamento economico, presentandosi inoltre con situazioni finanziarie non propriamente rassicuranti, spesso causate da debiti sovrani di importi critici.

In tal senso moltissimi sono stati gli studi che, trattati nel paragrafo 3.6., si sono occupati di indagare gli effetti che i differenti sistemi di *pricing* e di allocazione delle azioni potevano aver avuto sulla magnitudine dell'*Underpricing*: Chiou *et al.* (2010) sostennero - con la loro analisi - che gli stessi, nelle loro evoluzioni, avevano un impatto significativo e negativo sulla magnitudine dell'IPO *Underpricing* e, oltremodo, erano funzionali a ridurre la volatilità.

Parimenti Cheung *et al.* (2009) sottolinearono l'importanza di essere passati dal sistema del prezzo fisso a quello del *bookbuilding*, che permetteva di tenere in debita considerazione le effettive richieste e volontà degli investitori: nello specifico essi affermarono che “ [...] *One of the most important changes involved switching the issue price determination from the fixed P/E ratio method to a book-building method. This allows the market mechanism to play a more important role in the determination of IPO prices.*”

Tuttavia non va dimenticato che, nonostante sia incontestabile l'utilizzo sempre più frequente del metodo del *bookbuilding* anche in Cina, nella quale ha preso gradualmente piede a partire dal 2001, sussistono comunque casi di IPO dove viene tutt'ora utilizzato il sistema del prezzo fisso, soprattutto per motivi legati alla tipologia di investitori coinvolti nell'operazione⁴⁴².

L'utilizzo dell'uno o dell'altro metodo ha avuto, come dimostrato dagli studi di Liu (2003), Ma&Faff (2007), Teshima&Suzuki (2008), delle implicazioni sulla magnitudine dell'*Underpricing* registrato: in particolar modo si constatò che le IPO venivano sotto-prezzate maggiormente qualora si utilizzasse un metodo di *fixed price* invece che il metodo di *bookbuilding*, coerentemente con quanto sostenuto da Benveniste&Busaba (1997) e da Spatt&Srivastava (1991) per l'Occidente.

Proseguendo nell'illustrazione di quali fossero stati i benefici in termini di quotazione apportati dall'abolizione del *Quota system*, già autori quali Chi&Padgett (2005), Liu (2003), Mok&Hui (1998) e Tian (2003) erano giunti a concludere che tale imposizione governativa aveva effettivamente giocato un ruolo chiave nella determinazione dell'IPO *Underpricing* cinese: la sua abolizione era stata accolta molto positivamente dalle

⁴⁴² Di questa realtà a doppio binario si era già trattato nel II capitolo: per ulteriori chiarimenti si rimanda alla lettura del medesimo.

piazze finanziarie cinesi che avevano infatti reagito facendo registrare un minor livello di sotto-prezzamento delle IPO *Shares*.

Sempre in questo senso anche Cheung *et al.* (2009) - già nel loro *paper* - constatarono come l'abolizione del *Listing Quota* e del *Fixed Issue Price Determination System* potessero essere la causa di uno *shift* da un sistema di IPO eccessivamente vincolato ad uno, contrariamente, non sufficientemente sotto controllo a causa di un impianto regolamentare *over-unrestricted*⁴⁴³.

Tuttavia – come rilevato nel campione di cui si è qui proposta l'analisi – se è vero che la situazione di IPO *Underpricing* è probabilmente prossima a far registrare dati progressivamente meno allarmanti rispetto al passato, sembrano comunque eccessive le preoccupazioni manifestate dagli autori sopra citati: difficilmente un maggior ruolo giocato dai partecipanti al mercato, come si sta verificando in tempi più recenti in Cina, può configurarsi quale peggioramento della situazione, ed infatti i dati dello studio qui affrontato confermano, al contrario, come questo processo sia un processo di graduale miglioramento.

Sempre al fine di comprendere il dato di minor *Underpricing* rilevato va rammentato anche il ruolo giocato dal CSRC che, rispetto alle origini, ha subito una notevole evoluzione: mentre nel passato, ai tempi di implementazione del metodo del *P/E ratio* in fase di *pricing*, questa autorità era solita sotto-prezzare volutamente le azioni di prossima quotazione al fine di creare un mercato dei capitali funzionante ed attivo [Datar&Mao (1998)], ora la stessa non gioca più questo ruolo di prima linea, bensì ne esplica uno puramente di controllo e di conformità alle norme.

Con l'intento invece di fornire una spiegazione ai risultati rivenienti dalle differenti analisi proposte all'interno del paragrafo 4.4. ci si sofferma ora sull'incongruenza rilevata in tabella 11, tra l'andamento dell'*offer price* e quello di *Underpricing*. Al contrario infatti di quanto sostenuto da Cheung *et al.* (2009) in questo studio emerge una relazione positiva fra queste due grandezze, che sembrano infatti muoversi nella stessa direzione contrariamente alle aspettative: tanto diminuisce la portata del sotto-prezzamento sofferto, tanto si rileva un dato di IPO *price* medio inferiore.

⁴⁴³ Per ulteriori approfondimenti si rimanda al relativo *paper*, nonché alla breve panoramica offerta su tale indagine e presente all'interno del III capitolo, al paragrafo 3.6.

Questa constatazione potrebbe essere interpretata come un segnale che il mercato, nello specifico i differenti attori coinvolti soprattutto in qualità di investitori e di emittente⁴⁴⁴, sono stati in grado negli anni di giungere alla formulazione di un valore di IPO *price* progressivamente più corrispondente all'effettivo *fair value*, indi per cui se in fase di prima quotazione si doveva assistere ad uno scostamento (fatto di per sé certo dato che del fenomeno di IPO *Underpricing* se ne ha testimonianza su scala globale), questo sarebbe stato di portata minima.

In questo senso, se così interpretata, tale rilevazione fornirebbe una conferma di quanto precedentemente sostenuto: i mercati finanziari cinesi stanno proseguendo in quello che può essere definito un “processo di perfezionamento e di maggior trasparenza”, lasciando un sempre minor spazio a comportamenti scorretti o corruttivi da parte dei differenti operatori del sistema.

Il mercato, sulla base dei dati qui rinvenuti, sembra conoscere l'effettivo valore delle imprese quotande e non sembra più disposto a tollerare IPO corrotte: al contrario pare che esso si stia conformando agli *standard* di ordine e di *compliance* tipici dei mercati occidentali.

Sempre dalla lettura della medesima tabella (tabella 11) si palesa un'ulteriore incongruenza tra l'andamento del *deal value* a totale campione ed il *trend* registrato dall'*Underpricing*: anche in questo caso le due variabili, che teoricamente dovrebbero seguire strade opposte, si muovono invece nella stessa identica direzione, entrambe con andamento decrescente.

Evidentemente questo dato può essere letto come a voler significare che vi sono elementi, differenti dalla *firm size* – per l'appunto qui approssimata dal *deal value* – che comunque permettono di ridurre il livello di *Underpricing* registrato.

In questo particolare studio, nello scenario a totale campione, il *deal value* sembra non essere rilevante o perlomeno una maggiore rischiosità in termini di minore capitale raccolto (come appunto dovrebbe venir letto tale dato usando la stessa ottica impiegata

⁴⁴⁴ Questo poiché una maggiore accortezza da parte degli investitori, nonché un maggior potere contrattuale esercitato dall'*issuer*, permettono di arginare eventuali comportamenti opportunistici che gli *underwriter* potrebbero mettere in atto per trarre *private benefits* come nel caso di una quotazione con basso IPO *price* per evitare qualsiasi sforzo in fase allocativa.

negli studi precedentemente citati) non viene interpretato negativamente dal mercato, che infatti non fa scontare un maggiore sotto-prezzamento.

Di nuovo la piazza finanziaria cinese sembra funzionare anche senza l'utilizzo di questi "espedienti" informativi e di segnalazione volti a ridurre, perlomeno in passato, l'incertezza e l'asimmetria *ex ante*.

Altra variabile che in questo studio ha sollevato parecchie perplessità in sede di verifica dell'applicabilità della Teoria della Segnalazione è stato proprio il dato di EPS registrato. In particolar modo dalle tabelle 19 e 20, nelle quali vengono evidenziate le 10 imprese che, sul totale campione, si sono presentate quali più profittevoli in assoluto, alle stesse non corrisponde, come ci si sarebbe invece aspettato, un altrettanto elevato dato di *Underpricing* così come teorizzato.

Al contrario le stesse hanno fatto registrare un dato medio di *Underpricing* ben inferiore al valore di 35% rilevato come livello di sotto-prezzamento per questo campione, rispettivamente del 19,6% guardando al dato di IPORETN per gli EPS al *listing year*, e del 18,8% sullo scenario *last year*.

In tal senso sembra quindi che tale *focus* di analisi sulle *top 10 EPS firms* sostenga nuovamente l'incongruenza della *Signaling Theory* e l'inapplicabilità della stessa al contesto cinese così come rilevato da altri studiosi: pur essendosi volutamente concentrati sulle società che ci si aspettava avessero ipoteticamente più incentivi a sotto-prezzarsi data la loro profittabilità ben superiore alla media, le stesse non hanno probabilmente sentito la necessità di adottare questi "gravosi" meccanismi di segnalazione per informare il pubblico circa le loro potenzialità.

In quest'ottica tale dato, pur andando nella direzione contraria a quella attesa, e fornendo contestualmente supporto agli studi di Chi&Padgett (2005), Liu (2003) e Yu&Tse (2003) che al tempo non erano stati in grado di trovare corrispondenza tra l'andamento delle IPO cinesi e la relativa teoria, può essere interpretato positivamente, quale ulteriore indicazione che il mercato finanziario cinese si sta gradualmente "depurando" da elementi di disturbo.

In particolare sembra che qui le società quotande siano in grado di comunicare all'investitore finale la propria qualità imprenditoriale senza più dover ricorrere allo spiacevole strumento dell'*Underpricing*: evidentemente la necessità di segnalarsi è

venuta meno in concomitanza alla creazione di un contesto di quotazione più trasparente e comunicativo, meno incerto, in cui il flusso di informazioni circola efficacemente.

Infine, sempre sulla scia delle problematiche riscontrate analizzando il dato di EPS in questo specifico campione va riportato anche quanto rinvenuto nella tabella 21.

Questa sostanzialmente fornisce un'analisi al contrario della questione, riportando infatti le aziende *top 10* a livello di *Undepricing*, alle quali ci si aspettava fosse riconducibile un elevato dato di profittabilità per rimanere in linea con la *Signaling Theory*.

Tuttavia si è rilevato l'esatto contrario, a testimonianza del fatto che evidentemente le imprese qui maggiormente sotto-prezzate lo sono non per una questione di segnalazione, bensì per l'esatto opposto: si tratta probabilmente di realtà industriali incerte, con *trend* di crescita futuri instabili, le quali hanno pertanto sofferto del giudizio negativo espresso dal mercato e dagli investitori.

4.6. CONCLUSIONI

In quest'ultimo paragrafo verrà dapprima fornito un breve *recap* che riassume lo studio testé condotto, evidenziandone i risultati ottenuti in un'ottica di coerenza (o meno) con le innumerevoli teorie esistenti in tema di IPO *Underpricing*; successivamente si procederà con un discorso a chiusura dell'intero elaborato.

Questa analisi ha permesso di studiare il fenomeno di *Chinese Underpricing* attraverso un'indagine che ha coinvolto 868 *A Share* IPO avvenute a Shanghai e Shenzhen tra il giugno 2009 ed il settembre 2012.

Il dato di sotto-prezzamento rilevato, assolutamente coerente con le aspettative che lo volevano inferiore rispetto al passato, è stato del 35% sia in chiave IPORETN che attraverso il calcolo MAAR, nonostante sia contestualmente emersa una volatilità per nulla irrilevante, nell'ordine del 40%.

Oltremodo, con l'intento di indagare l'andamento dello stesso nel brevissimo termine, al pari di approcci implementati in studi precedenti [Chi&Padgett (2005)], si è proceduto ad individuare i valori di *Undepricing* trascorsi 20 *trading days* dall'effettiva data di

IPO, sostanzialmente un mese in termini di giorni lavorativi: anche in questo caso il dato non solo si è manifestato perfettamente identico tra le differenti modalità di calcolo, ma al contempo sempre in linea con le attese che lo volevano di importo leggermente inferiore al dato precedentemente rilevato (28% *versus* il 35% registrato a zero *trading days*).

Oltre a queste constatazioni condotte a totale campione, le stesse sono state ulteriormente declinate in un'ottica di dettaglio temporale, così da individuare un *trend* annuo, qualora esistente, nel corso del quadriennio considerato.

In questo senso lo stesso *Underpricing* si è palesato di natura decrescente, partendo da un iniziale 70% di IPORETN nel 2009 ed arrivando a registrare un dato pari al 22% nel 2012 (tabella 7).

I dati così rilevati, in termini di andamento nel corso degli anni, sono stati letti ed interpretati cercando di individuare un'eventuale corrispondenza, che auspicabilmente ci si aspettava, con le differenti teorie esistenti in materia: questo allo scopo di rilevare se le stesse, anche a distanza di anni dalla loro originale formulazione, trovassero ancora terreno fertile di applicazione nel particolare contesto cinese, in perenne trasformazione.

In tal senso si è nuovamente constatato, al pari di quanto già rinvenuto da Chi&Padgett (2005), Liu (2003) e Yu&Tse (2003), che la Teoria delle Segnalazione - proposta storicamente da Allen&Faulhaber (1989), Grinblatt&Hwang (1989), Ibbotson (1975) e Welch (1989) – non forniva alcuna valida chiave di lettura e di spiegazione del fenomeno di *Underpricing* registrato.

Tuttavia, in fase di studio dell'applicabilità della stessa al campione testè costituito, sono venute manifestandosi evidenze contrastanti a seconda dello scenario di analisi che si andava guardando. Ci si sta infatti riferendo alla modalità di indagine adottata in questo studio che, oltre ovviamente a riportare il dettaglio a totale campione, è stato arricchito da analisi *ad hoc*, condotte sulle diverse variabili esplicative in gioco secondo una modalità di tipo “*top 10*”: questa ha infatti permesso di evidenziare le IPO più rilevanti apponendo un filtro per certe specifiche variabili.

Ebbene, mentre i dati di *Underpricing* in merito all'EPS (*proxy* della *Signaling Theory*) a totale campione hanno dimostrato una certa coerenza con la relativa teoria (tabella

18), non lo stesso è stato riscontrato qualora si sia condotte analisi che riportassero esclusivamente il dettaglio delle imprese a maggior profittabilità (tabelle 19 e 20) e maggior sotto-prezzamento (tabella 21): in entrambi questi ultimi due casi quanto rilevato si è dimostrato incoerente con le aspettative, palesandosi quindi un certo grado di criticità e di incoerenza in fase di studio del fenomeno.

Lo stesso problema si è rilevato in fase di controllo dell'applicabilità alla "Cina finanziaria" della teoria sull'incertezza *ex ante*, in questo studio approssimata tramite la variabile di *deal value*: anche qui si è arrivati a conclusioni differenti a seconda che si guardasse il dato di *trend* dell'*Underpricing* durante il quadriennio considerato (in tal caso si palesava una situazione di incoerenza con la suddetta teoria) o qualora si guardasse il dato associato alle IPO classificate sulla base di una maggiore *floatation size* e di un maggior *Underpricing* (rispettivamente tabelle 16 e 21). In quest'ultimo caso le rilevazioni effettuate su questi micro-campioni sono risultate in linea con le aspettative, palesandosi infatti le attese relazioni negative.

Situazione di analoga contraddizione si è ripetuta anche con riferimento al dato di *IPO price*, qui impiegato quale elemento rappresentativo una delle *Chinese Characteristics*, nello specifico quella inerente ai *pricing methods*.

In particolare mentre quest'ultima, sulla base della tabella 21, si allineava a quanto sostenuto da Cheung *et al.* (2009) che al tempo teorizzarono una relazione inversa tra queste due variabili, non lo stesso può essere detto a livello di campione totale (tabella 11), dove infatti la coerenza con gli studi suddetti viene meno.

Elemento invece che si è dimostrato assolutamente in linea con la relativa teoria, indipendentemente dall'ottica di analisi impiegata (fosse essa a totale o a micro-campione) è stata la variabile di *time lag* la quale ha sempre fatto registrare una relazione positiva con l'*Underpricing*, come da aspettative.

Ad ogni modo, sorvolando sulle criticità – seppur assolutamente non irrilevanti – rilevate in fase di analisi e che hanno portato a riscontrare alcune relazioni "miste", questo studio è stato tuttavia assolutamente funzionale all'obiettivo che ci si era

inizialmente prefissati in questo elaborato: analizzare le motivazioni - sia grazie al contributo di studi teorici che di evidenze empiriche - dietro l'eccezionalità dei dati di *Underpricing* storicamente registrati in Cina (a differenza che nelle altre nazioni) e comprendere l'evoluzione di tale fenomeno alla luce del percorso di riforme storicamente intrapreso da questa nazione a partire dagli anni '80.

Partendo con ordine infatti l'intera tesi è stata logicamente strutturata al fine di poter giungere, per passaggi ordinati, a formulare delle considerazioni sul tema.

Nello specifico attraverso il I capitolo si sono andate fornendo le basi indispensabili non solo per comprendere genericamente il fenomeno di prima quotazione, con annesse cause, vantaggi, svantaggi ed attori coinvolti nel *Going Public Process*, ma anche introducendo una delle principali anomalie che interessano tale processo su scala mondiale: l'*Undepricing* per l'appunto, oggetto principe di questa tesi.

Questo *puzzling phenomenon*, la cui rilevazione di per sé si configura come paradossale per un mercato che teoricamente dovrebbe essere efficiente, è stato indagato, oltre che da un punto di vista prettamente teorico, quindi con le annesse definizioni ed illustrazione delle modalità di calcolo, fornendo contestualmente una molteplicità di dati concreti. Questi hanno permesso di comprendere non solo la magnitudine dello stesso, ma anche quali fossero le realtà geografiche maggiormente colpite da questa anomalia (tabella H, I capitolo): in tal senso la Cina è emersa sopra tutte le altre realtà nazionali considerate, caratterizzandosi per l'eccezionalità dei suoi dati di *Undepricing*, di gran lunga superiori anche rispetto ad altri contesti pur sempre "emergenti", quali India e Brasile.

Alla luce di tale constatazione deve essere letto il II capitolo che, partendo dall'assunto inattaccabile in base al quale la Cina doveva necessariamente presentare delle peculiarità interne che potessero giustificare gli elevati valori di IPO *Underpricing* ivi registrati, fornisce una panoramica della nazione, sia da un punto di vista storico-istituzionale, che per quel che concerne l'impianto finanziario-regolamentare della stessa. In questa maniera, consci del particolarissimo percorso che ha caratterizzato questo Stato, soprattutto in termini di riforme succedutesi a partire dagli anni '80 e volte

alla creazione di una nazione più *market driven* e meno *central planned*, si vogliono fornire al lettore le basi e le informazioni necessarie affinché lo stesso possa comprendere le cause all'origine degli straordinari dati registrati.

Come infatti viene ripetutamente ribadito nel III capitolo, estremamente funzionale in tal senso, le teorie classiche che, suffragate dai relativi studi empirici, avevano storicamente fornito spiegazione al fenomeno di *Underpricing* nel contesto occidentale (non essendo tuttavia del tutto esaustive), trovavano solo parziale applicazione se calate nella particolarissima realtà cinese. Quest'ultima infatti necessitava di studi *ad hoc*, condotti incorporando nelle proprie analisi variabili fino ad allora del tutto ignorate negli studi precedenti, poiché precipue esclusivamente della realtà cinese.

Proprio in quest'ottica, dopo aver fornito - in apertura del III capitolo - una dettagliata panoramica della totalità delle teorie di stampo occidentale esistenti, nonché essersi interrogati sul grado di applicabilità delle stesse all' "esclusivo" contesto asiatico, il capitolo prosegue proponendo un'ampia rassegna di quelle che a ragione possono definirsi "teorie alternative" proprio poiché formulate solo ed esclusivamente per indagare il fenomeno di *Underpricing* nello specifico contesto cinese.

Le stesse infatti, partendo dall'inclusione nei vari modelli di regressione, di variabili esplicative fino ad allora mai contemplate, giungono alla proposizione di nuove ragioni che possano spiegare l'elevato livello di sotto-prezzamento ivi rilevato, quali l'eccessiva intromissione statale o l'elevato sbilanciamento tra domanda e offerta causati da particolari meccanismi quali il *Quota System*.

Oltre modo le stesse teorie, trattandosi di una molteplicità di autori che, coinvolti in questa indagine, hanno impiegato per le loro analisi differenti *time samples*, hanno permesso contestualmente non solo di giustificare il fenomeno con nuove motivazioni, ma anche di tracciare un *trend* di evoluzione dello stesso nel corso degli anni.

In particolare quello che ne emerge è che, rispetto alla formulazione dei primi studi [Mok&Hui (1998); Su&Fleisher (1999)] si è assistito ad un graduale abbassamento dei toni, fino alla rilevazione del "modesto" dato di *Underpricing* - rilevato nello studio di Teshima&Suzuki (2008) - pari al 60,7%.

E' esattamente in questo punto che si inserisce lo studio personalmente condotto ed avente ad oggetto l'analisi di 868 A Shares IPO avvenute tra Shanghai e Shenzhen nel quadriennio 2009-2012, quindi in una finestra temporale ancora più recente rispetto agli studi riportati: l'intento dello stesso è infatti non solo rilevare il dato di effettivo *Undepricing* registrato in una versione che sia la più aggiornata possibile, ma contestualmente capire se lo stesso è conforme alle aspettative che lo vogliono di importo via via decrescente per le innumerevoli riforme messe in atto dalla nazione cinese e volte alla creazione di un mercato più trasparente, limpido e meno volatile.

Quello che emerge, proprio suffragato da questo studio in cui il dato di *Underpricing* - del 35% - si presenta assolutamente in linea con le aspettative di decremento⁴⁴⁵, è che effettivamente il percorso riformista intrapreso dalla Cina si sta muovendo esattamente nella direzione auspicabile, eliminando gradualmente tutte quelle possibili imperfezioni di mercato che potevano essere causa di comportamenti scorretti da parte degli operatori.

Nello specifico quindi lo studio proposto in conclusione dell'intero elaborato si presenta quale funzionale a supportare quanti sostenevano che il mercato dei capitali cinese si stesse progressivamente conformando agli *standard* di trasparenza ed efficienza delle controparti occidentali, migrando dall'originale impianto di stampo fortemente socialista ad uno maggiormente guidato dalle forze di mercato: da quanto emerge la Cina si sta muovendo in un'ottica di internalizzazione dei propri *stock markets*, nonché di integrazione con i mercati dei capitali globali.

Il ciclo di riforme implementate che hanno condotto alla riduzione del *time lag*, all'acquisizione da parte degli intermediari finanziari di una maggiore importanza, a forme di *Disclosure* più efficaci, all'abolizione di sistemi di *pricing* ed *allocation* estremamente distorsivi, a cui si vanno poi a sommare un regime di trasparenza e di protezione degli investitori sempre più incisivo con il passare degli anni, hanno contestualmente permesso alle realtà industriali in fase di prima quotazione di tutelarsi segnalandosi al mercato senza più dover ricorrere all'oneroso strumento

⁴⁴⁵ L'*Underpricing* qui rinvenuto non solo è di importo assai più moderato rispetto al passato, ma oltre modo decrescente nel corso del periodo considerato, sia in termini annui che di *short-term*. In tal senso si rimanda alle tabelle 7-10.

dell'*Underpricing*, bensì facendo affidamento su di un sistema dei mercati più efficiente, anche informativamente parlando.

Attraverso questo studio si è quindi trovato conferma di quanto finora sostenuto solo teoricamente: nonostante i dati raccolti portino ancora a rilevare un valore di *Undepricing*, che infatti è pur sempre segnale di una anomalia del mercato, lo stesso è di importo notevolmente ridotto rispetto al passato, elemento che di per sé fa dedurre come le riforme implementate durante il ventennio intercorso dalla creazione della Borsa Valori sia state effettivamente necessarie per depurare il “caotico e volatile” mercato dei capitali cinese, in un’ottica di costante miglioramento.

Ora è indubbio che la stessa nazione, qualora si dimostri in grado di proseguire lungo questa strada, disporrà di tutti quei *key factors* indispensabili per spodestare la potenza americana, da decenni indiscussa protagonista dello scenario finanziario globale.

In tal senso si apre la possibilità, per il futuro, di mappare con ulteriori studi empirici le prossime evoluzioni che si registreranno in termini di magnitudine del *Chinese IPO Underpricing*, così da verificare la rispondenza o meno con le aspettative e verificare se avrà luogo il - fino ora solo teorizzato - sorpasso tra “giganti”.

Lo studio testè formulato offre oltremodo un interessante spunto di analisi non solo per la nazione cinese, qui unico oggetto di indagine, bensì anche per le molte altre realtà emergenti che potrebbero a loro volta configurarsi quali la “Nuova Cina” in termini di eccezionalità nei dati di *Undepricing* rinvenuti. Le stesse disporrebbero già di un ampio scenario di riforme eventualmente implementabili, ovviamente per la parte di applicabilità, al fine di mitigare questa anomalia dei mercati di capitali.

Bibliografia

A.A.V.V., 2012. Corso di politiche finanziarie aziendali. Università Cà Foscari di Venezia, Dipartimento di Management, Ed. McGraw-Hill.

Affleck-Graves, J., Hedge, S., Miller, R.E., 1996. Conditional price trends in the aftermarket for initial public offerings. *Financial Management*, 25 (4), 25-40.

Aggarwal, R., 2000a. Stabilization Activities by Underwriters after IPOs. *Journal of Finance*, 55, 1075-1103.

Aggarwal, R., Conroy, P., 2000. Price Discovery in Initial Public Offerings and the Role of Lead Underwriter. *Journal of Finance*, 55 (6), 2903-2922.

Aggarwal, R., Krigman, L., Womack, K.L., 2002. Strategic IPO under-pricing, information momentum, and lockup expiration selling. *Journal of Financial Economics*, 66, 105-137.

Aggarwal, R., Leal, R., Hernandez, L., 1993. The after-market performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management*, 22, 42-53.

Aggarwal, R., Rivoli, P., 1990. Fads in the initial public offering market. *Financial Management*, 19 (4), 45-57.

Aharony, J., Lee, J., Wong, T.J., 2000. Financial Packaging of IPO Firms in China. *Journal of Accounting Research*, 38 (1), 103-126.

Akerlof, G., 1970. The market for "Lemons": Quality Uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 23, 303-323.

Allen, D.E., Morkel-Kingsbury, N.J., Piboonthanakiat, W., 1999. The long-run performance of initial public offerings in Thailand. *Applied Financial Economics*, 9, 215-232.

Allen, F., 2001. Presidential Address: Do Financial Institutions Matter?. *Journal of Finance*, 56 (4), 1165-1175.

Allen, F., Faulhaber, G.R., 1989. Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23, 303-323.

Allen, F., Qian, J., Qian, M., 2005. Law, Finance, and Economic Growth in China. *Journal of Financial Economics*, 77, 57-116.

Allen, S.N., 1991. A Lawyer's Guide to the Operation of Underwriting Syndicates. *New England Law Review*, 26.

Areddy, J.T., 28 Febbraio 2007. Shanghai's Tumble Slams Emerging Markets. *Wall Street Journal*.

Aussenegg, W., Pichler, P., Stomper, A., 2003. IPO Pricing with Bookbuilding and a When-issued market. Working paper, Vienna Institute of Technology.

Baron, D.P., 1982. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance*, 37, 955-976.

Baron, D.P., Holmström, B., 1980. The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem. *Journal of Finance*, 35 (5), 1115–1138.

Barry, B.C., Jennings, R.H., 1993. The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stocks. *Financial Management*, 22 (1), 54-63.

Beatty, R.P., 1989. Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *Accounting Review*, 64, 693–709.

Beatty, R.P., Ritter, J.R., 1986. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15, 213–232.

Beller, A.L., Terai, T., Levine, R.M., 1992. Looks can be deceiving: A comparison of initial public offering procedures under Japanese and U.S. securities laws. *Law and Contemporary Problems*, 55, 77-118.

Benninga, S., Sarig, O., 1997. *Corporate Finance: a Valuation Approach*. Mc-Graw-Hill, New York.

Benveniste, L.M., Busaba, W.Y., 1997. Bookbuilding vs. fixed price: an analysis of competing strategies for marketing IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 383–403.

Benveniste, L.M., Busaba, W.Y., Wilhelm, W.J. Jr., 1996. Price stabilization as a bonding mechanism in new equity issues. *Journal of Financial Economics*, 42, 223-255.

Benveniste, L.M., Spindt, P.A., 1989. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24, 343–361.

- Benveniste, L.M., Wilhelm, W.J. Jr, 1990. A comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments. *Journal of Financial Economics*, 28, 173-207.
- Benveniste, L.M., Wilhelm, W.J. Jr, 1997. Initial Public Offerings: Going by the book. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10 (1), 98-108.
- Biais, B., Bossaerts, P., Rochet, J.C., 2002. An optimal IPO mechanism. *Review of Economic Studies*, 69 (1), 999-1017.
- Biais, B., Faugeron-Crouzet, A.M., 2002. Ipo Auctions: English, Dutch, ...French and Internet. *Journal of Financial Intermediation*, 11, 9-36.
- Biais, B., Perotti, E., 2002. Machiavellian Privatization. *American Economic Review*, 92 (1), 240-258.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer D., Welch, I., 1992. A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 100 (5), 992-1026.
- Bodurtha, J., Kim, D.S., Lee, C., 1993. Closed-end country funds and U.S. market sentiment. Working paper, University of Michigan and Sang Yong Research Institute.
- Booth, J.R., Chua, L., 1996. Ownership dispersion, costly information and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41, 291-310.
- Booth, J.R., Smith, R., 1986. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15, 261-281.
- Borsa Italiana S.p.A., 2001. Guida alla Quotazione. Disponibile su <www.borsaitaliana.it>. Ultimo accesso [11 luglio 2012].
- Borsa Italiana S.p.A., 2004. Guida alla Valutazione. Disponibile su <www.borsaitaliana.it>. Ultimo accesso [11 luglio 2012].
- Boulton, T.J., Smart, S.B., Zutter, C.J., 2010. Ipo underpricing and international corporate governance. *Journal of International Business Studies*, 41, 206-222.
- Bradley, B. Taqqu, M., 2005a. Empirical Evidence on Spatial Contagion between Financial Markets. *Finance Letters*, 3.

- Bradley, B. Taqqu, M., 2005b. How to Estimate Spatial Contagion between Financial Markets. *Finance Letters*, 3.
- Brealey, R., Myers, S., 2002. *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York.
- Brennan, M., Franks, J. R., 1997. Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K. *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.
- Can Inci, A., Li, H.C., McCarthy, J., 2011. Financial contagion: a local correlation analysis. *Research in International Business and Finance*, 25 (1), 11-25.
- Carter, R., Manaster, S., 1990. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *Journal of Finance*, 45 (4), 1045–1067.
- CCP, Central Committee, 1984. A Decision on the Reform of the Economic Structure.
- Chambers, D., 2005. The Missed Opportunity of IPOs by Tender: A Case Study in British Capital Market Failure. *Economics Series Working Papers*, 253, University of Oxford, UK.
- Chan, K., Wang, J.B., Wei, K.C., 2004. Underpricing and long-term performance of IPOs in China. *Journal of Corporate Finance*, 10, 409–430.
- Chemmanur, T.J., Fulghieri, P., 1999. A theory of the Going-Public Decision. *The Review of Financial Studies*, 12 (2), 249-279.
- Chemmanur, T.J., He, S., Hu, G., 2009. The role of Institutional Investors in seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 94 (3), 384-411.
- Chen, C.J.P., Gul, F.A., Su, X.J., 1999. A comparison of reported earnings under Chinese GAAP vs. IAS: evidence from the Shanghai Stock Exchange. *Accounting Horizons*, 13, 91–111.
- Chen, G., Firth, M., Kim, J-B., 2000. The post-issue market performance of initial public offerings in China's new stock markets. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 14, 319–339.
- Chen, G., Firth, M., Kim, J-B., 2004. IPO Underpricing in China's new stock markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 283–302.

- Chen, G., Gao, N., 2000. IPO Underpricing Degree and Reasons in China. *Financial Research Journal*, 8, 1-15.
- Chen, H., Ritter, J.R., 2000. The Seven percent Solution. *Journal of Finance*, 55, 1105-1131.
- Chen, Z., Choi, J.J., Jiang, C., 2007. Private benefits in IPOs: evidence from state-owned firms. Working Paper, Temple University.
- Cheung, Y.L., Jiang, P., Limpaphayom, P., Lu, T., 2008. 'Does Corporate Governance Matter in China?'. *China Economic Review*, 19 (3), 460–479.
- Cheung, Y.L., Ouyang, Z., Tan, W., 2009. How regulatory changes affect IPO underpricing in China. *China Economic Review*, 20, 692-702.
- Chi, J., Padgett, C., 2005. Short-run underpricing and its characteristics in Chinese Initial Public Offering markets. *Research in International Business and Finance*, 19, 71-93.
- China Statistical Yearbook, 1997. Disponibile su <www.stats.gov.cn>. [Data di accesso: 10 febbraio 2013].
- Chiou, J.R., Leon Li, M.Y., Cheng, L., Chang, S.Y., 2010. Pricing and Allocation Mechanisms in Underpricing of Chinese Ipos. *The Chinese Economy*, 43 (1), 93-108.
- Choi, S.J., Pritchard, A.C., 2008. Securities Regulation: Cases and Analysis (2nd Edition). Foundation Press, New York, NY.
- Choi, S.D. Nam, S.K., 1998. The short-run performance of IPOs of privately-and publicly-owned firms: international evidence. *Multinational Finance Journal*, Sep 1998, 2.
- Chow, G.C., 2004. Economic reform and growth in China. *Annals of Economics and Finance*, 5, 127-152.
- Chowdhry, B., Nanda, V., 1996. Stabilization, syndication and pricing of IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 25-42.
- Comerford-Cooper, M., 2008. New Thinking in Financial Market Regulation: Dismantling the “Split Share Structure” of Chinese Listed Companies. *Journal of Chinese Political Science*, 13 (1).

Company Law, articolo 152.

Cooper, M.C., 2003. The Politics of China Shareholding System. Working Paper. Asia-Pacific Research Center, Stanford University.

Corbo, R., 2009. L'Underpricing nelle quotazioni di borsa: analisi teorica e confronto con altre forma di incentivazione. Paper LUISS.

Cornelli, F., Goldreich, D., 1999. Bookbuilding and Strategic Allocation. Mimeo, London Business School.

CSRC, 2005. China's securities and futures market. Disponibile su <www.csrc.gov.cn> [Data di accesso: 22 novembre 2012].

CSRC, 2008. Brief Review of the Development of China's Capital Markets. Disponibile su <www.csrc.gov.cn> [Data di accesso: 17 ottobre 2012].

CSRC, 2011. Annual Report. Disponibile su <www.csrc.gov.cn> [Data di accesso: 25 marzo 2013].

Damadaran, A., 2002. Investment Valuation: Tolls and Techniques for Determining the Value of any Asset. John Wiley&Sons, New York, NY.

Datar, V., Mao, D.Z., 1998. Initial public offerings in China: Why is underpricing so severe?. Working paper, Seattle University.

Dawson, S.M., 1987. Secondary stock market performance of initial public offerings, Hong Kong, Singapore and Malaysia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 87, 14 (1).

Dello Diacono, M., 1998. I consorzi di collocamento e garanzia dei titoli azionari. Working paper Ceradi, Roma.

Derrien, F., Womack, K.L., 2003. Auctions vs. bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets. *Review of Financial Studies*, 16, 31–61.

Dewenter, K.L., Malatesta, P.H., 1997. Public offerings of state-owned and privately-owned enterprises: an international comparison. *Journal of Finance*, 52, 1659–1679.

Draho, J., 2004. The IPO Decision. Why and How companies go public. Edward Elgar Publishing Limited, UK

- Drake, P.D., Vetsuypens, M.R., 1993. IPO Underpricing and Insurance against Legal Liability. *Financial Management*, 22 (1), 64-73
- Dyer, G., Guerrero, F., 25 agosto 2005. China Commits to Market Overhaul Shareholder Reforms. *Financial Times*.
- Ernst&Young, 2012. Report Global IPO trends 2012 (file PDF). Disponibile su <www.ey.com>. Ultimo accesso [20 febbraio 2013].
- Erranza, V., Losq, E., 1985. International asset pricing under mild segmentation: Theory and test. *Journal of Financial Economics*, 40, 105–124.
- Eun, C.S., Janakiramanan, S., 1986. A model of international asset pricing with a constraint on the foreign equity ownership. *Journal of Finance*, 41, 897–914.
- Fabrizio, S., Samà, M., 2001. Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell' *Underpricing* e della *long-run underperformance*. Quaderni di Finanza n.44, Consob. Disponibile su <www.consob.it>. Ultimo accesso [14 luglio 2012].
- Fama, E.F., 1970. Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- Financial Times, 28 marzo 2005. Chinese Corruption: Deeper Reforms Are Needed to Stop the Rot.
- Firth, M., Liao-Tan, C.K., 1997. Signalling models and the valuation of new issues : An examination of IPOs in Singapore. *Pacific-Basin Financial Journal*, 5 (5), 511-526.
- Francis, B.B., Hasan, I., Sun, X., 2009. Political connections and the process of going public: evidence from China. Bank of Finland, Research Discussion paper, 7.
- Froot, K.A., Dabora, E.M., 1999. How are Stock Prices affected by the location of Trade?. *Journal of Financial Economics*, 53, 189-216.
- Gilson, R.J., Kraakman, R.H., 1984. The Mechanism of Market Efficiency. *Virginia Law Review*, 70 (4), 549-644.
- Goedhart, M., Koller, T., Wessels D., 2010. Valuation: measuring and managing the value of Companies. McKinsey and Company.
- Gordon, T., 1967. The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies, and Theft. *Western Economic Journal*, 5 (3), 224–232.

- Grinblatt, M., Hwang, C.Y., 1989. Signalling and the pricing of the new issues. *Journal of Finance*, 44 (2), 393–420.
- Grossman, S., Hart, O., 1980. Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Habib, M.A., Ljungqvist, A.P., 2001. Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: theory and evidence. *The Review of Financial Studies*, 14 (2), 433-458.
- Hameed, A., Lim, G.H., 1998. Underpricing and firm quality in Initial Public Offerings: evidence from Singapore. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25 (3-4), 455-468.
- Hansen, R.S., 1986. Evaluating the cost of new Equity Issue. *Midland Corporate Finance Journal*, 4, 42-55.
- Hansen, R.S., 2001. Do investment banks compete in IPOs? The advent of the “7% plus contract”. *Journal of Financial Economics*, 59, 313-346.
- Hansen, R.S., Fuller, B.R., Janjigian, V., 1987. The Over-allotment option and Equity Financing Flotation Costs: an Empirical Investigation. *Financial Management*, 16(2), 24-32.
- Harper, D., 2009. Cina. Lonely planet. Edizione EDT.
- Heilmann, S., 2002. The Chinese Stock Market: Pitfalls of a Policy-Driven Market. Center for East Asia and Pacific Studies, Trier University, Germany.
- Hensel, N., 2005. Efficiency in IPO Issuance Processes?. *Business Economics*, 40 (4), 55-66.
- Hensler, D.A., 1995. Litigation cost and the underpricing of initial public offerings. *Managerial and Decision Economics*, 16, 111-128.
- Hu, V., 2005. The Chinese Economic Reform and Chinese Entrepreneurship. Working Paper. Disponibile su <<http://www.uoc.edu>>. Ultimo accesso [12 ottobre 2012].
- Hughes, P.J., Thakor, A.V., 1992. Litigation Risk, intermediation, and the underpricing of initial public offering. *Review of Financial Studies*, 5, 709-742.
- Ibbotson, R.G., 1975. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2, 235–272.

- Ibbotson, R.G., Jaffe, J., 1975. Hot issue markets. *Journal of Finance*, 30 (4), 1027–1042.
- Ibbotson R.G., Ritter J.R., 1995. Initial Public Offerings, Cap. 30 del North-Holland Handbooks in Operations Research and Management Science, vol. 9: Finance.
- Ibbotson, R.G., Ritter, J.R., Sindelar, J., 1988. Initial public offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (2), 37–45.
- Ibbotson, R.G., Ritter, J.R., Sindelar, J., 1994. The Market's Problem with the Pricing of Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, 66-74.
- International Monetary Fund, Oct 2012 (Update: Jan 2013). World Economic Outlook (PDF file). Disponibile su: <www.imf.org>. Ultimo accesso: [10 febbraio 2013].
- Jenkinson, T.J., 1990. Initial Public offerings in the United Kingdom, the United states, and Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 4, 428-449.
- Jenkinson, T.J., Ljungqvist, A., 2001. Going public: the theory and evidence on how companies raise equity finance (2nd Ed). Oxford University Press, New York, NY.
- Jenkinson, T.J., Mayer, C.P., 1988. The Privatization Process in France and in the UK. *European Economic Review*, 32, 482-490.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Keasey, K., Short, H., 1992. The underpricing of initial public offerings: some UK evidence. *OMEGA, International Journal of Management Science*, 20 (4), 457–466.
- Khwaja, A.I., Main, A., 2005. Do lenders favour politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *Quarterly Journal of Economics*, 120, 1371-1411.
- Kim, J., Krinsky, I., Lee, J., 1995. The aftermarket performance of initial public offerings in Korean. *Pacific-Basin Finance Journal*, 3.
- Kimbrow, M., 2005. Managing underpricing? The case of pre-IPO discretionary accruals in China. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 16 (3), 229-262.

- Koh, F., Walter, T., 1989. A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues. *Journal of Financial Economics*, 23, 251-272.
- Krishnamurti, C., Kumar, P., 2002. The initial listing performance of Indian IPOs. *Managerial Finance*, 12 (2), 39-52.
- Krueger, A., 1974. The Political Economy of the Rent-Seeking Society. *American Economic Review*, 64 (3), 291–303.
- Krusich, C., Lotti, A., Rossi, M., 1998. Le privatizzazioni italiane: un'analisi. *Studi e Note di Economia*, 1, 111-158.
- Kunz, R.M., Aggarwal, R., 1994. Why initial public offerings are underpriced: evidence from Switzerland. *Journal of Banking and Finance*, 18, 705-724.
- Lange, O., 1938. On the Economic Theory of Socialism. In (Eds) Lippincott, B., On the Economic Theory of Socialism. Minneapolis
- Lardy, N.R., 1998. China's Unfinished Economic Revolution. Brookings Institution Press, Washington, DC.
- Lazzari, V., Geranio, M., 2003. Il mercato delle *Initial Public Offering* nell'Europa continentale. *Quaderni di Ricerche*, 32.
- Lee, P.J., Taylor, S.L., Walter, T.S., 1996. Australian IPO underpricing in the short and long run. *Journal of Banking and Finance*, 20, 1189-1210.
- Lee, P.J., Taylor, S.L., Walter, T.S., 1999. IPO underpricing explanations: Implications from investor application and allocation schedules. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 34 (4), 425–444.
- Leland, H.E., Pyle, D.H., 1977. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32, 371-387.
- Levis, M., 1990. The winner's curse problem, interest costs and the under-pricing of initial public offerings. *The Economic Journal*, 100, 76–89.
- Levis, M., 1995. Seasoned equity offerings and the short-and long-run performance of initial public offerings in the UK. *European Financial Management*, 1, 125–146.

- Li, L., 2006. Can corporate governance variables explain short-term IPO returns? A study of the Chinese market. *Accounting, Accountability & Performance*, 12 (1), 64–89.
- Li, S.Q., luglio 2004. *Cai Jing Times*, 572. Disponibile su <www.caijingshibao.com> Ultimo accesso: [24 aprile 2013].
- Lin, J.Y., Cai, F., Li, Z., 1998. Competition, Policy Burdens and State-Owned Enterprise Reform. *China's Economic Reform*, 88 (2), 422-427.
- Liu, L., Li, W.D., 2000. Research on first day's abnormal returns of IPOs in China's securities market. *China Accounting Financial Review*, 2 (4), 26–53.
- Liu, T., 2003. Investment without risk: An empirical investigation of IPO underpricing in China. The China project report, 4, RIIA/Cambridge University, UK.
- Ljungqvist, A.P., 1997. Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany. *European Economic Review*, 41, 1309-1320.
- Ljungqvist, A.P., 2007. IPO underpricing. In B. Epsen Eckbo (Eds.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (1). North Holland.
- Ljungqvist, A.P., Nanda, V., Singh, R., 2004. Hot markets, investor sentiment and IPO pricing. *Journal of business*. Forthcoming.
- Ljungqvist, A.P., Jenkinson, T., Wilhelm, W. Jr., 2003. Global integration in primary equity markets: the role of U.S. banks and U.S. investors. *Review of Financial Studies*, 16, 63–99.
- Ljungqvist, A.P., Wilhelm, J.W. Jr., 2003. Ipo Pricing in the Dot-Com Bubble. *Journal of Finance*, 58 (2), 723-752.
- Lombardo, S., 2011. Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni. *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale* (348). Giuffrè Editore, Milano.
- London Stock Exchange, 2002. *A Practical Guide to Listing*. Disponibile su <www.londonstockexchange.com> . Ultimo accesso [10 ottobre 2012].
- Logue, D., 1973. On the pricing of unseasoned equity issues: 1965–1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8 (1), 91 -103.
- Loughran, T., Ritter, J.R., 1995. The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50, 23–51.

- Loughran, T., Ritter, J.R., 2002. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in Ipos?. *The Review of Financial Studies*, 15 (2), 413-443.
- Loughran, T., Ritter, J.R., 2004. Why has Ipo underpricing changed over time?. *Financial Management*, 5-37.
- Loughran, T., Ritter, J.R., Rydqvist, K., 2012. Initial public offerings: International insights. *Pacific- Basin Finance Journal*, 2, 165–199.
- Lowry, M., Shu, S., 2002. Litigation risk and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 65, 309-335.
- Ma, S., 2007. Information Asymmetry and Valuation Uncertainty: the Determination of China's IPO Allocation Procedures. *Applied Financial Economics*, 17 (4), 271-284.
- Ma, S., Faff, R., 2007. Market conditions and the optimal IPO allocation mechanism in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, 121–139.
- Mandelker, G., Raviv, A., 1977. Investment Banking: an Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts. *Journal of Finance*, 32 (3), 683-694.
- Marisetty, V.B., Subrahmanyam, M.G., 2006. Group Affiliation and the Performance of Initial Public Offerings in the Indian Stock Market. NYU Working Paper No. FIN-07-015.
- McGuinness, P., 1992. An examination of the underpricing of initial public offerings in Hong Kong: 1980–90. *Journal of Business Finance & Accounting*, 19 (2), 165–186.
- Meggison, W., 1990. Restricted Voting Stock Acquisitions Premiums and the Market Value of Corporate Control. *Financial Review*, 25, 175-198.
- Meggison, W., Netter, J., 2001. From state to market: a survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39 (2), 321–389.
- Meggison, W., Nash, R., Netter, J., Schwartz, A., 2000. The long-term returns to investors in share issue privatizations. *Financial Management*, 29, 67–77.
- Meggison, W., Weiss, K.A., 1991. Venture Capitalist certification in Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46, 879-903.

- Menyah, K., Paudyal, K., 1996. Share issue privatisations: the UK experience. In: Lewis, M., (Ed.), *Empirical Issue in Raising Capital*, Elsevier Science, Amsterdam, 17-48.
- Myers, S.C., 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
- Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- Mok, H.M.K., Hui, Y., 1998. Under-pricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 453-474.
- Muscarella, C.J., Vetsuypens, M.R., 1989. A simple test of Baron's model of IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, September, 125-135.
- NASD Regulation Inc. (22 gennaio 2002). Disponibile su <www.finra.org>. Ultimo accesso: [3 maggio 2013].
- Nian, Q.Y., 2005. The Development Path of China's Stock Market. Working Paper. University of Seattle.
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., 1998. Why do Companies go public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 1 (1), 27-38.
- Paudyal, K., Saadouni, B., Briston, R.J., 1998. Privatization initial public offerings in Malaysia: Initial premium and long-term performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 427-451.
- Penman, S., 2000. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. McGraw-Hill, Boston, MA.
- Perotti, E.C., 1995. Credible privatization. *American Economic Review*, 85 (4), 847-859.
- Perroti, E.C., Guney, S.E., 1993. The structure of privatization plan. *Financial Management*, 22, 84-98.
- Pozzoli, S., 2013. *Valutazione d'azienda: tecniche operative di misurazione del valore*. Ipsoa Editore, IV edizione.

Qian, Y., Wu, J., 2000. China's transition to a market economy: how far across the river?. Working paper n. 69. Centre for research on economic development and policy reform, Stanford University.

Qian, Y., Wu, J., 2008. Transformation in China. In: (Eds) Kornai, J., Malyas, L., Roland. G.. Institutional Change and Economic Behaviour. Basingstoke, UK. Palgrave Macmillan: 38-63.

R.D. del 16 marzo 1942, n. 262, Approvazione del Testo del Codice Civile. art. 2423 *bis*.

Reilly, F.K., 1977. New Issues Revisited. *Financial Management*, 6 (4), 28-42.

Rigobón, R., Forbes, K., 2001. Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications. *Journal of LACEA Economia*, LACEA - Latin American and Caribbean Economic Association.

Ritter, J.R., 1984. The hot issue market of 1980. *Journal of Business*, 57 (2), 215–241.

Ritter, J.R., 1987. The costs of going public. *Journal of Financial Economics*, 19, 269–281.

Ritter, J.R. 1991. The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 46 (1), 3–27.

Ritter, J.R., 2003. European and American IPO Markets. *European Financial Management*, 9 (4), 421-434.

Ritter, J.R., Welch, I., 2002. A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57 (4), 1795–1828.

Riva, A., 2008. Valutazione aziendale e strategia. Aracne Editrice S.r.l., Roma.

Rivista delle Società, 1986. Giuffrè Editore, Milano.

Rock, K., 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187–212.

Ruud, J.S., 1993. Underwriter price support and the IPO under-pricing puzzle. *Journal of Financial Economics*, 34 (2), 135-151.

- Rydqvist, K., 1994. Compensation, participation restrictions and the underpricing of initial public offerings. Mimeo, Stockholm School of Economics.
- Rydqvist, K., 1997. IPO Underpricing as tax-efficient compensation. *Journal of Banking and Finance*, 21, 295-313.
- Safieddine, A., Wilhelm, W.J., 1996. An Empirical Investigation of Short-Selling Activity prior to Seasoned Equity Offerings. *Journal of Finance*, 51, 729-749.
- Shanghai Stock Exchange, 1992. Annual Report. Disponibile su <www.edu.sse.com.cn> [data di accesso: 20 febbraio 2013].
- Sharpe, W.F., 1964. Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19 (3), 425-442.
- Shayne, J.A., Soderquist, L.D., 1995. Inefficiency in the Market for Initial Public Offerings. *Vanderbilt Law Review*, 48.
- Sherman, A.E., 2000. IPOs and long term relationships: an advantage of book building. *Review of Financial Studies*, 13, 697– 714.
- Sherman, A.E., 2005. Global trends in IPO methods: Bookbuilding versus Auction with endogenous entry. *Journal of Financial Economics*, 78, 615-649.
- Sherman, A.E., Titman, S., 2002. Building the IPO order book: Underpricing and participation limits with costly information. *Journal of Financial Economics*, 65, 3–29.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1986. Large Stakeholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1993. Corruption. *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), 599-617.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1998. The grabbing hand: Government pathologies and their cures. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Smith B.F., Amoako-Adu, B., 1995. Relative Prices of Dual Class Shares. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 30 (2), 223-239.
- Smith, C., 1986. Investment banking and the capital acquisition process. *Journal of Financial Economics*, 15 (1–2), 3–29.

Song, F., 2002. The development of the Chinese stock markets. Working paper, Center for China Financial Research & School of Economic and Finance. Hong Kong, PRC: University of Hong Kong.

Spatt, C., Srivastava, S., 1991. Preplay communication, participation restrictions and efficiency in initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 4, 709-726.

Spence, M., 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87, 3, 355-374.

Stern, J.M., Shiely, J.S., 2001. The EVA Challenge. New York Press, John Wiley&Sons.

Stoughton, N.M., Zechner, J., 1998. IPO mechanisms, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 49, 45-78.

Su, D., 2004. Adverse-selection versus Signaling: Evidence from the pricing of Chinese IPOs. *Journal of Economics and Business*, 56, 1-19.

Su, D., Fleisher, B. M., 1998. What Explains the High IPO Returns in China?. *Emerging Market Quarterly*, 2, 5-20.

Su, D., Fleisher, B.M., 1999. An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs. *Pacific-Basin Financial Journal*, 7, 173-202.

Taranto, M., 2003. Employee stock option and the underpricing of initial public offerings. Working paper, University of Pennsylvania.

Teshima, N., Suzuki, K., 2008. Government Control and the Higher Costs of Going Public: Evidence from China's New Stock Market. Working Paper.

Thaler, R., 1985. Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4, 199-214.

Tian, L., 2002. Government shareholding and the value of China's modern firms. Working Paper, London Business School.

Tian, L., 2003. Financial Regulations, investment risks and determinants of Chinese IPO under-pricing. CEPR Annual Transition Conference Paper.

Tian, L., Megginson, W.L., 2007. Extreme underpricing: determinants of Chinese IPO returns. Working paper.

- Tian, L., Megginson, W.L., 2011. Regulatory Underpricing: Determinants of Chinese Extreme Ipo Returns. *Journal of Empirical Finance*, 18 (1), 78-90.
- Tinic, S.M., 1988. Anatomy of initial public offerings of common stock. *Journal of Finance*, 43 (4), 789–822.
- Titman, S., Trueman, B., 1986. Information quality and the valuation of new issues. *Journal of Accounting and Economics*, 8, 159-172.
- Tisdell, C., 2009. Economic Reform and Openness in China: China's Development Policies in the last 30 years. *Economic Analysis & Policy*, 39 (2), 271-294.
- Torstila, S., 2001. What determines IPO gross spread in Europe?. *European Financial Management*, 7, 523-541.
- Torstila, S., 2003. The clustering of IPO gross spreads: international evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (3), 673-694.
- Vandemaele, S., 2003. Choice of selling mechanism at the IPO: The Case of the French Second Market. *European Financial Management*, 9, 435-455.
- Xiaoping, D., 1979. Uphold the four Cardinal principles. In: Selected works of Deng Xiaoping (1975-1982)- Beijing (1984). *Foreign Languages Press*, 166-199.
- Xiaoping, D., 1992. Main points of speeches in Wuhan, Shenzhen, Zhuhai, Shanghai etc., in collection of essays by Deng Xiaoping. *Hong Kong: Peoples' Press*, 1994, 483–497.
- Xiaoping, D., 1994. Selected Works. Volume III. Disponibile su < <http://archive.org/details/SelectedWorksOfDengXiaopingVol.3> > [data di accesso: 12 ottobre 2012]
- Xu, X., Wang, Y., 1999. Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China Economic Review*, 10, 75-98.
- Wang, C., 2005. Ownership and operating performance of Chinese IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1835–1856.
- Wang, S.S., Jiang, L., 2004. Location of trade, ownership restrictions, and market illiquidity: Examining Chinese A- and H-shares. *Journal of Banking & Finance*, 28, 1273–1297.

Weisman, S., 1999. Valuation in Initial Public Offerings. In Hanan, M., Sheeler, R., (eds), *Financial Valuation: Businesses and Business Interests*, 1999, Boston, MA: Warren Gorham and Lamont.

Welch, I., 1989. Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Finance*, 44 (2), 421–449.

Welch, I., 1992. Sequential sales, learning, and cascades. *Journal of Finance*, 47, 695–732.

Wilhelm J.W. Jr, 2005. Bookbuilding, Auction and the future of the IPO Process. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17 (1).

World Bank, 1995. *China: The Emerging Capital Markets*, vol. 2.

Yau, H.M.O., Steele, H., 2000. China Business: Challenges in the 21st Century. *The Chinese University Press*, 95-111.

Yu, T., Tse, Y.K., 2003. An empirical examination of IPO under-pricing in the Chinese A-share market. SMU Economics & Statistics Working Paper Series No. 17, Singapore Management University.

Zhang, L.Y., 2004. The Roles of Corporatization and Stock Market Listing in Reforming China's State Industry. *World Development*, 32, 2031–2047.

Zingales, L., 1995. Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economics Studies*, 62, 425-448.

Fonti Internet:

<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter>

www.bloomberg.com

www.borsaitaliana.it

www.caijingshibao.com

www.consob.it

www.csrc.gov.cn

www.edu.sse.com.cn

www.ey.com

www.finra.org

www.imf.org

www.londonstockexchange.com

www.msci.com

www.nomura.com

www.renaissancecapital.com

www.sse.com.cn

www.stats.gov.cn

www.szse.cn

www.tradingeconomics.com

www.uoc.edu

www.world-exchanges.org

www.yahoofinance.it