

Dipartimento di Impresa e Management

**Il ruolo dello sponsor nella definizione e
stabilizzazione del prezzo di quotazione
all'interno dei processi di IPO**

Relatore

Prof. Alessandro Pansa

Candidato

Alfredo Sasso

Matr. 644071

Correlatore

Prof. Luigi Gubitosi

Indice

Introduzione	Pag. 1
Capitolo I	
Lo sponsor nelle operazioni di IPO	
1.1 Premessa	<< 6
1.2 L'IPO: incentivi e scelta del mercato	<< 7
1.3 Gli attori di una IPO	<< 13
1.4 Lo sponsor ed il global coordinator	<< 17
1.5 Le IPO per le banche d'affari: organizzazione, incentivi e remunerazione	<< 23
Capitolo II	
Attività e responsabilità dello sponsor	
2.1 Premessa	<< 34
2.2 Preparazione e pitch	<< 36
2.3 Due diligence e documentazione	<< 45
2.4 Il piano di marketing e l'investors education	<< 59
2.5 Roadshow e Bookbuilding	<< 71
2.6 Pricing e allocation	<<83
Capitolo III	
I consorzi di collocamento	
3.1 Premessa	<< 91
3.2 I consorzi di collocamento: aspetti generali	<< 93
3.3 Le differenti tipologie di consorzio	<< 100
3.4 L'istituzione del consorzio e gli schemi giuridici adottabili	<< 104
Capitolo IV	
Garantire il successo dell'offerta: Underpricing e Greenshoe option	
4.1 Premessa	<< 117
4.2 Underpricing: teorie economiche a confronto	<< 120
4.3 Underpricing e oversubscription: evidenze empiriche	<< 129
4.4 Aftermarket, stabilizzazione e Greenshoe option	<< 137
Conclusioni	<< 141
Bibliografia	<< 145

Introduzione

Introduzione

Durante il mio percorso di studi universitari ho sostenuto numerosi esami ma tra tutti mi hanno sempre attratto maggiormente quelli relativi all'ambito della finanza aziendale. Il motivo di ciò risiede nella mia convinzione, sostenuta da gran parte della letteratura economica, che il successo di un'azienda dipende fortemente da come viene gestita la finanza al suo interno. Credo che sia la funzione più importante all'interno di un'organizzazione alla quale, pertanto, va prestata un'attenzione particolare. Una società può sviluppare un prodotto o offrire un servizio che riscuote un grande successo sul mercato, ma se non gestisce in modo corretto la sua finanza non raggiungerà mai l'obiettivo ultimo di un'organizzazione con finalità di lucro e dei suoi azionisti, ossia la massimizzazione del valore nel lungo periodo, e, nei casi più gravi, può incappare in situazioni di illiquidità e insolvenza e, dunque, nel fallimento. Da qui il mio interesse per queste tematiche.

All'interno della finanza aziendale, la branca che, però, suscita in me maggiore attrattiva è certamente quella che si occupa delle operazioni straordinarie: Fusioni, acquisizioni, processi di ristrutturazione, operazioni di leverage buy-out, IPO, ecc. Tra tutte, per la redazione della mia tesi magistrale, ho deciso di trattare l'operazione di IPO (Initial Public Offering). La mia scelta parte dall'importanza che riveste la quotazione nel ciclo di vita di un'impresa. Essa, infatti, segna quasi un punto di rottura con il passato della società: nuova e più vasta compagine sociale, nuovi assetti di corporate governance, maggiore capacità di reperimento dei capitali necessari a finanziare lo sviluppo della società, maggiore visibilità sia sul territorio nazionale che su quello internazionale, maggiore trasparenza.

In questo studio, però, mi propongo di adottare una prospettiva particolare, ossia quella del soggetto che ricopre il ruolo di sponsor all'interno del processo di quotazione. L'obiettivo è quello di porre in evidenza e di dimostrare che il ruolo

ricoperto dallo sponsor è di fondamentale importanza al fine del raggiungimento di una performance positiva dell'IPO.

La quotazione è un'operazione molto complessa a cui partecipano diversi soggetti, ciascuno dei quali ricopre un ruolo ben specifico e svolge determinate attività. E il successo stesso di un'IPO dipende dall'impegno e dalle capacità di ciascun soggetto coinvolto.

Lo sponsor ricopre certamente un ruolo chiave all'interno del processo di quotazione e data la sua importanza non può essere ricoperto da chiunque bensì da soggetti ben definiti dal regolamento di Borsa Italiana S.p.a. che abbiamo esperienza in tale tipologia di operazioni.

Allo sponsor vengono attribuite numerose funzioni in quanto esso deve accompagnare e supportare la società quotanda durante tutto il processo di quotazione e anche nella fase successiva al collocamento dei titoli azionari. Considerando che molto spesso il soggetto che ricopre il ruolo di sponsor risulta essere anche il global coordinator dell'operazione si può ben capire che esso rappresenta un po' il perno dell'intero processo e gran parte del successo e della performance della quotazione dipendono dalle sue capacità e dalla sua esperienza in merito. Quanto detto è sicuramente molto evidente all'interno del mercato italiano dove, come noto, il tessuto economico è fortemente rappresentato dalle PMI, le quali avvicinandosi alla quotazione decidono di affidare le responsabilità dello sponsor e del global coordinator ad un unico soggetto sia per questioni di contenimento dei costi, sia per il fatto che, non trattandosi di grandi imprese, non è necessario suddividere i due ruoli che possono essere ben ricoperti, in questo caso, da un unico soggetto. In tale elaborato si supporrà che i ruoli dello sponsor e del global coordinator si sovrappongano in quanto ci concentreremo maggiormente su quanto avviene all'interno del nostro mercato domestico.

Oltre alle caratteristiche che deve possedere uno sponsor, sia dal punto di vista legale che dal punto di vista dell'esperienza, e all'importanza che esso ricopre

all'interno del processo di quotazione, in tale elaborato mi propongo di analizzare tutte le attività e le responsabilità che lo sponsor è chiamato a ricoprire, mettendo in evidenza i rapporti che, a tal fine, esso instaura con gli altri soggetti coinvolti, in particolar modo con la società quotanda e con coloro che entrano a far parte dei consorzi di collocamento. Analizzerò dunque tutte le fasi del processo adottando l'ottica dello sponsor che in qualche caso diviene anche l'ottica del global coordinator.

Le varie fasi del processo di quotazione hanno come obiettivo ultimo quello di fissare un prezzo di quotazione dalla cui definizione dipende il successo dei titoli azionari della società sul mercato. Ciò che a noi interesserà analizzare in tale elaborato sarà proprio il ruolo importantissimo ricoperto dallo sponsor nel definire il prezzo di quotazione e, nelle fasi immediatamente successive all'allocazione dei titoli, nella stabilizzazione dello stesso. Il ruolo dello sponsor, infatti, non si esaurisce con l'allocazione delle azioni sul mercato bensì, nelle fasi immediatamente successive alla quotazione, bisogna far in modo di stabilizzare il prezzo delle azioni. Si tratta di una fase importantissima per il successo di un'operazione di IPO dove, ancora una volta, gioca un ruolo fondamentale lo sponsor, il quale con delle operazioni di compravendita sul mercato secondario dei titoli, in virtù di accordi sottoscritti con la società emittente, cerca di bilanciare domanda e offerta dei titoli azionari.

Come vedremo spesso il prezzo di quotazione viene fissato ad un livello di poco inferiore rispetto al prezzo di equilibrio tra domanda e offerta. Si tratta del noto fenomeno dell'underpricing che viene definito in differenti modi dalla letteratura economica e al quale la stessa letteratura attribuisce diverse spiegazioni. Data l'importanza di tale aspetto lo analizzeremo sia da un punto di vista teorico che da un punto di vista empirico cercando di spiegarne le cause e gli effetti.

Per affrontare le tematiche sopracitate intendo suddividere il lavoro in 4 capitoli in modo tale da porre in evidenza gli aspetti principali su cui verterà l'elaborato.

Capitolo I

Lo sponsor nelle operazioni di IPO

1.1 Premessa

In questo primo capitolo dell'elaborato cercheremo di rispondere ad una domanda semplice ma al tempo stesso complessa: **chi è lo sponsor?**

Per rispondere a tale domanda dobbiamo certamente dapprima inquadrare il processo di IPO. Chiaramente, dato che l'elaborato non ha lo scopo di affrontare l'intera tematica della quotazione delle società, bensì quello di analizzare il ruolo svolto nell'ambito di tale processo dallo sponsor/global coordinator, si tratterà di mettere in evidenza soltanto gli aspetti più generali di esso. Ci soffermeremo brevemente su:

- motivazioni che spingono una società a quotarsi;
- scelta del mercato sul quale quotarsi;
- attori coinvolti nel processo;
- differenti modalità di quotazione (OPS, OPV e OPVS).

Una volta fatto ciò ci concentreremo più approfonditamente sulla figura dello sponsor. In particolar modo analizzeremo il ruolo che può essere chiamata a svolgere una banca d'affari all'interno di un processo di quotazione, le responsabilità che si assume e l'importanza del suo operato nel raggiungere una performance soddisfacente. Inquadreremo tutto ciò all'interno del quadro normativo previsto dal Regolamento di Borsa Italiana S.p.a.

Infine cercheremo anche di capire cosa significhi per una banca d'affari prendere parte ad un processo di quotazione. In particolar modo analizzeremo i ruoli che essa può ricoprire, gli incentivi che la spingono a prendere parte a suddetta operazione ed i ritorni che ne ottiene sia in termini remunerativi che in termini di immagine e prestigio.

1.2 L'IPO: incentivi e scelta del mercato

La quotazione rappresenta senza dubbio un momento fondamentale all'interno del ciclo di vita di un'impresa in quanto segna, inevitabilmente, il passaggio da una società chiusa ad una società aperta. Una *Initial Public Offering* (IPO) rappresenta, infatti, un'operazione di finanza mobiliare attraverso la quale una società, per la prima volta durante la sua vita, offre azioni ad un gruppo indistinto di investitori con l'intento di quotarsi su un mercato borsistico.

L'IPO include una serie di attività complesse e connesse tra loro che richiedono l'impegno di numerose parti, ciascuna delle quali ha un ruolo e delle responsabilità ben definiti e collabora affinché il processo di quotazione presenti, al termine, una performance ottimale. Il collocamento delle azioni, dunque, non coincide con l'intero processo, ma ne rappresenta solo una delle fasi che lo caratterizzano.

Una domanda che bisogna porsi, innanzitutto, e alla quale bisogna trovare una risposta, riguarda le motivazioni che spingono un'impresa a maturare la decisione di quotarsi sui mercati borsistici regolamentati. La letteratura economica e i fatti empirici hanno messo in evidenza che sono numerose le cause che giustificano la quotazione di una società. La raccolta di nuovo capitale paziente, in primo luogo, rappresenta la principale causa che spinge un'impresa a quotarsi. Durante il suo ciclo di vita, infatti, arriverà ad un momento in cui per finanziare nuovi progetti e poter crescere c'è bisogno di maggiori risorse finanziarie che eccedono le disponibilità dell'imprenditore, o del gruppo imprenditoriale, e che non sono ottenibili sotto forma di capitale di indebitamento. L'unica soluzione è, quindi, di permettere l'entrata in società di nuovi soci che apportino le necessarie risorse e la quotazione rappresenta il viatico ottimale per ottenere tale obiettivo garantendo, allo stesso tempo, che il controllo della società permanga in capo ai vecchi azionisti. Una seconda motivazione alla base della quotazione è rappresentata dal prestigio che accompagna le società quotate. Queste ultime, infatti, secondo Maksimovic e

Pichler (2001), godono di un maggiore potere contrattuale sia sul mercato dei fattori produttivi che su quello dei beni e servizi da esse prodotti. Altra motivazione, particolarmente diffusa nel mercato italiano, è legata alla necessità di differenziare le fonti di finanziamento in modo tale da ridurre la dipendenza della società dal capitale di debito e, dunque, dalle banche che le finanziano. Ciò comporta anche il frazionamento del capitale sociale che rende molto più difficile una scalata della società, come teorizzato da Chemmanur e Fulghieri (1999). Ulteriore scopo della quotazione potrebbe essere quello di migliorare lo standing creditizio della società che si affaccia sui mercati borsistici. Ciò dipende, innanzitutto, dal fatto che una società quotata è sottoposta al rispetto di determinati covenants, pena la sospensione del titolo in borsa, e, in secondo luogo, la maggior trasparenza, che caratterizza le società quotate, permette agli operatori creditizi di esprimere un giudizio maggiormente puntuale rispetto all'effettivo merito di credito delle stesse. Quotarsi vuol dire ottenere anche una valutazione da parte del mercato, certamente meno soggettiva rispetto ad una valutazione interna, e che rappresenta il risultato di un'attenta e continua attività di monitoraggio esterno sulla capacità del management della società di creare valore per la stessa. Il mercato è, infatti, lo strumento di valutazione per eccellenza del valore di una società. Potrebbe essere questo, secondo Holmstrom e Tirole (1993), un ulteriore incentivo alla quotazione. Da ciò si evince come la scelta di quotarsi non sia legata esclusivamente all'aspetto finanziario e alla necessità di raccogliere nuove risorse, ma può avere anche una matrice strategica o inquadarsi all'interno di logiche di governo aziendale. L'IPO, però, può servire anche per soddisfare esigenze e interessi propri dei vecchi azionisti. Il processo di quotazione, infatti, permette a tali soggetti di disinvestire e di incassare il capital gain maturato durante il periodo d'investimento che verrà poi reinvestito in attività differenti per diversificare il portafoglio dell'investitore (Lucas e McDonald, 1990). Inoltre, come affermano Black e Gilson (1998) la quotazione può rappresentare una strategia di way-out per i fondi di private equity e di venture capital che avevano investito all'interno della società per

finanziarne lo sviluppo e la crescita. Infine, l'ultima motivazione, che sicuramente rispecchia le caratteristiche del mercato italiano, consiste nel passaggio generazionale. Non tutti gli eredi, infatti, hanno interesse o le capacità per guidare l'azienda familiare. Pertanto, con l'IPO, si permette agli eredi non interessati alla gestione di uscire dalla compagine societaria ed agli eredi che hanno a cuore, invece, l'attività della famiglia di mantenere il controllo della società raccogliendo, allo stesso tempo, nuove risorse per finanziare lo sviluppo della stessa.

Dalle motivazioni che prevalgono dipende anche la scelta riguardo la modalità attraverso cui effettuare la quotazione. Bisogna, infatti, decidere tra:

- **OPV** (offerta pubblica di vendita), che consiste nella cessione delle quote già esistenti al pubblico indistinto;
- **OPS** (offerta pubblica di sottoscrizione), che comporta, invece, l'emissione di nuove azioni da offrire al pubblico a seguito di una delibera di aumento di capitale;
- **OPVS** (offerta pubblica di vendita e sottoscrizione), che rappresenta una commistione tra le prime due modalità, in quanto prevede, contestualmente, sia la cessione di quote già esistenti che la sottoscrizione di nuove azioni.

Una decisione importante, all'interno del processo di quotazione, riguarda la scelta del mercato ove quotarsi. Una società quotanda, infatti, può decidere di offrire le proprie azioni sul mercato domestico oppure affacciarsi sui mercati oltre i confini nazionali. A tal proposito bisogna evidenziare come, nonostante negli ultimi 10-15 anni sia stato constatato un rapido processo di integrazione delle normative e delle prassi operative dei mercati, soprattutto a livello europeo per effetto del Financial Services Action Plan concordato a Lisbona nel 1999, le società emittenti continuano a prediligere i mercati localizzati nel Paese in cui hanno sede. Ciò è legato soprattutto a questioni di convenienza. Un'offerta al di fuori del mercato locale, infatti, prevede che la società si uniformi ai principi

contabili applicati nel mercato borsistico di riferimento. Anche se tale problematica è stata notevolmente affievolita negli ultimi anni grazie all'introduzione dei principi contabili internazionali, la quotazione cross-border resta comunque più problematica e genera maggiori oneri in termini di gestione delle contrattazioni, uniformità alle disposizioni regolamentari e alle normative del mercato di riferimento, rapporti con le relative autorità di regolamentazione e così via. Tuttavia tra le società di maggiori dimensioni è molto diffusa la pratica di quotarsi su più mercati dando vita, così, ad un'offerta internazionale se non, addirittura, globale. Le ragioni alla base del fenomeno del **dual listing**, che in alcuni casi diviene **multiple listing**, sono molteplici ma tra tutte va certamente ricordata la progressiva e sempre più diffusa globalizzazione dei mercati finanziari. Le società di grandi dimensioni spesso decidono di quotarsi su più mercati anche per ridimensionare il problema del *flowback*, ovvero la possibilità che, in un periodo relativamente breve, le azioni detenute da investitori esteri vengano liquidate e ritornino nelle mani di investitori locali. L'ulteriore vantaggio derivante da una quotazione su più mercati è quello di riuscire, in tal modo a diversificare la pleora di investitori e, di conseguenza, i comportamenti che questi ultimi assumono, rendendo meno volatile il titolo. Chiaramente, quando la quotazione è dettata da ragioni di ordine finanziario si tenderà a preferire il mercato domestico per diversi motivi. Innanzitutto una società è generalmente più conosciuta nel Paese in cui ha sede piuttosto che all'estero, pertanto è più facile convincere gli investitori locali ad acquistare le azioni della società quotanda rispetto agli investitori esteri. In secondo luogo la quotazione cross-border è senza dubbio più onerosa e complessa e richiede generalmente una tempistica maggiore per poter concludere l'operazione. In definitiva quando l'interesse è prettamente di ordine finanziario, sembrerebbe che non vi sia alcuna ragione a favore di una quotazione su un mercato estero. Di contro, quando sono ragioni di natura strategica a sollecitare un'IPO si potrebbe preferire un mercato estero. Ad esempio la società potrebbe avere forti interessi commerciali in un determinato Paese e, quindi, decidere di quotarsi sul rispettivo

mercato regolamentato di riferimento per diffondere il proprio brand e i propri prodotti e/o servizi in quella particolare zona geografica. Un altro motivo che potrebbe spingere una società a quotarsi in un mercato estero è rappresentata dalle differenti regolamentazioni previste dai diversi mercati borsistici. Alcuni di essi, infatti, prevedono delle norme meno stringenti che rendono più accessibile il mercato azionario per le imprese che ne vogliono far parte. Il caso Prada è emblematico per entrambe le ragioni che abbiamo fin qui citato. La società milanese, infatti, ha deciso di quotarsi sulla borsa di Hong Kong sia perché in Cina aveva forti interessi commerciali, sia perché in Italia aveva già tentato, in passato, di quotarsi fallendo per ben tre volte dato il suo livello di indebitamento giudicato eccessivo per i criteri di ammissione alla quotazione previsti dal Regolamento di Borsa Italiana S.p.a., criteri che, invece, risultavano molto meno stringenti per una quotazione sulla borsa di Hong Kong. Un ulteriore motivo di ordine strategico che potrebbe spingere un società a quotarsi in un determinato mercato estero potrebbe essere quello di stringere rapporti con le autorità locali che potrebbero rivelarsi molto importanti per la costruzione di nuove opportunità di sviluppo e crescita. In taluni casi, infine, la quotazione su un mercato internazionale può essere legata all'acquisizione di una società straniera, come accadde con l'acquisizione di Word On Line da parte di Tiscali che avvenne sul mercato Euronext che, all'epoca, prima della fusione con il NYSE, comprendeva le borse di Amsterdam, Bruxelles, Lisbona e Parigi.

Concentrandoci sui mercati borsistici italiani bisogna ricordare che, a seguito della fusione tra Borsa Italiana S.p.a e la London Stock Exchange avvenuta nel 2007, si è provveduto ad una revisione della struttura degli stessi. Al giorno d'oggi Borsa Italiana gestisce i due seguenti mercati azionari:

- **MTA** (Mercato Telematico Azionario);
- **AIM Italia** (Alternative Investment Market).

Il Mercato Telematico Azionario, in particolar modo, che richiede un flottante minimo del 25%, al posto della vecchia tripartizione in Blue Chip, STAR e

Standard, oggi presenta tre segmenti principali e uno residuale individuati in base a criteri di capitalizzazione e di liquidità dei titoli:

- **Large Cap** (o **Blue Chip**), che identifica le 40 imprese maggiormente capitalizzate e con maggiore grado di liquidità, il cui indice di riferimento è il *FTSE MIB*;
- **Mid Cap**, che comprende le successive sessanta imprese per capitalizzazione e grado di liquidità che hanno come indice azionario di riferimento il *FTSE Italia Mid Cap*;
- **Small Cap**, che comprende le società non facenti parte delle prime 100 ma che rispettano determinati criteri di liquidità e che sono rappresentate dall'indice *FTSE Italia Small Cap*;
- **Micro Cap**, che rappresenta il segmento residuale del quale fanno parte le società che, oltre a non rientrare nei primi due segmenti, non rispettano neanche certi criteri di liquidità.

A seguito della fusione con la LSE, permangono comunque i segmenti:

- **STAR**, che comprende società che rispondono a particolari e più stringenti criteri di trasparenza, governance e liquidità, con una capitalizzazione compresa tra i 40 e i 1000 milioni di euro. E' previsto un flottante minimo del 35%. Il relativo indice è il *FTSE Italia STAR*;
- **MTA International**, all'interno del quale, invece, avvengono le contrattazioni relative ad azioni di società già quotate su altre borse europee.

Per quanto riguarda, invece, il mercato AIM Italia, esso ha sostituito, in seguito alla fusione tra Borsa Italiana S.p.a. e la LSE del 2007, il vecchio mercato **Expandi**, prettamente dedicato alla quotazione delle piccole e medie imprese. Esso prevede, infatti, dei criteri di ammissione molto meno stringenti rispetto a quelli propri del Mercato Telematico Azionario. Il flottante minimo richiesto è pari al 10%. Bisogna ricordare che si tratta di un mercato non regolamentato.

1.3 Gli attori di una IPO

Tornando al processo di quotazione, come ricordato all'inizio del capitolo, l'IPO è un'operazione molto complessa che coinvolge diversi soggetti. In primis abbiamo i vecchi **azionisti** che, anche se assisteranno ad una riduzione delle proprie partecipazioni al capitale sociale, di certo godranno di una valorizzazione di esse. Il loro ruolo che assumono all'interno del processo di quotazione varia a seconda della propria natura. Possiamo, infatti, avere, tra i soci, degli investitori istituzionali come fondi di private equity che saranno, di certo, maggiormente coinvolti nella fase di preparazione della società all'IPO data la loro specializzazione in tale tipologia di operazioni e gli interessi che nutrono in tale fase relativamente alla valorizzazione dell'investimento da loro effettuato nella società quotanda. Vi possono, poi, essere dei soci fondatori che, in quanto tali, svolgono anche un ruolo di tipo manageriale all'interno della società e, pertanto, saranno coinvolti maggiormente nelle attività operative giornaliere che hanno lo scopo di portare la società alla quotazione sul mercato. Potrebbe darsi il caso, poi, di una compagine azionaria governativa che, regolarmente, si avvale di consulenti terzi di riferimento che la aggiornano costantemente sull'avanzamento dell'operazione. Oltre agli azionisti abbiamo l'**advisor** che cura gli interessi della società durante l'intero processo gestendo, in particolar modo, i rapporti con tutti gli altri attori del processo e partecipando attivamente alla scelta dello **sponsor** e del **global coordinator**. Questi ultimi due ruoli, spesso ricoperti da uno stesso soggetto, sono senza dubbio fondamentali nella realizzazione dell'IPO e nell'ottenimento di una performance soddisfacente, in quanto sono presenti in tutte le fasi dell'operazione, anche successivamente al collocamento delle azioni sul mercato come vedremo. E' proprio sulla centralità del ruolo svolto da tale attore che concentreremo il nostro studio, analizzando le attività che esso svolge e le responsabilità che caratterizzano il proprio operato. Lo sponsor (o *listing partner*), in particolar modo, è una figura prevista dal Regolamento di Borsa Italiana S.p.a., mentre il global coordinator è la figura chiave che, come si evince dal nome, coordina l'intero processo di quotazione e

di offerta dei titoli. Come anticipato, spesso coincide con lo sponsor ma anche con il capofila (**Lead manager**) del consorzio di collocamento e garanzia per l'offerta al pubblico e/o per quella istituzionale. Ritorneremo più avanti durante l'intero studio sul ruolo dello sponsor e del global coordinator per analizzare con particolare attenzione ogni attività che sono chiamati a svolgere all'interno di tale operazione. Proseguendo con l'enumerazione dei soggetti coinvolti in un processo di quotazione ricordiamo i **consorzi di collocamento** che si occupano dell'allocazione delle azioni della società presso le diverse categorie di investitori (retail, istituzionali e privati). Le banche e gli intermediari finanziari che ne fanno parte possono assumere ruoli e responsabilità differenti a seconda degli accordi raggiunti e sottoscritti all'interno di particolari contratti definiti "*selling and underwriting agreement*" che saranno oggetto di approfondimento nel capitolo terzo di suddetto elaborato. Abbiamo poi la **società di revisione contabile** che certifica i bilanci della società quotanda e gioca un ruolo fondamentale durante la fase di due diligence. Collabora, inoltre, alla redazione del prospetto informativo rilasciando anche delle *comfort letter* allo sponsor e al global coordinator riguardanti lo stesso prospetto informativo oltre che il business plan che deve essere presentato a Borsa Italiana. I **consulenti legali**, invece, si occupano di tutto ciò che riguarda l'aspetto giuridico, la contrattualistica e la normativa e partecipano anch'essi attivamente alla fase di due diligence per quanto riguarda l'aspetto legale. Infine c'è il **consulente di comunicazione**. Si tratta, appunto, di una società di comunicazione il cui contributo può variare notevolmente a seconda della struttura e della dimensione dell'offerta, della tipologia di società quotanda e del settore di competenza della stessa. Chiaramente tale società si occupa della campagna di comunicazione dell'offerta, della preparazione dei comunicati stampa, dell'informativa al mercato, degli aspetti logistici del roadshow, della comunicazione finanziaria, e così via. Si occupa, in pratica, di curare l'immagine della società quotanda nei confronti delle controparti. Tutti gli attori fin qui citati, hanno il compito, come sottolineato, di assistere la società durante la fase di preparazione alla

quotazione. Vi sono poi altri soggetti che partecipano al processo di quotazione e che hanno, sostanzialmente, il compito di giudicare la validità ed il valore dell'offerta proposta dalla società quotanda. Si tratta, in particolar modo degli investitori e degli analisti finanziari. Per quanto riguarda gli **investitori**, essi sono una categoria molto eterogenea di soggetti che operano secondo logiche differenti. Oltre alla classica tripartizione per natura (istituzionali, retail e corporate), possiamo distinguere i *long term investors* dagli *short term investors* sulla base dell'orizzonte temporale di investimento che li caratterizza. Abbiamo poi i *benchmarker* che si caratterizzano per uno stile d'investimento passivo e che si contrappongono agli *stock picker* che, invece, sono maggiormente attivi e cercano di anticipare, quindi, gli accadimenti sui mercati azionari. Ancora possiamo distinguere gli investitori sulla base del focus di titoli sui quali concentrano i propri investimenti. Ciò che certamente accomuna, però, questa categoria di soggetti tra loro molto eterogenei è l'interesse ad investire i propri capitali con l'obiettivo di ottenere un capital gain positivo al momento dello smobilizzo delle proprie azioni. Essi valutano, dunque, attentamente l'offerta della società quotanda e decidono se partecipare o meno ad essa. In particolar modo gli investitori istituzionali partecipano attivamente alla costruzione della curva di domanda, come vedremo nel capitolo successivo, mentre gli investitori retail vengono considerati solo come una variabile aggregante, in quanto si crede che essi seguano il comportamento degli investitori istituzionali. Gli **analisti finanziari**, invece ricoprono un ruolo fondamentale all'interno del processo di quotazione, in quanto la loro credibilità e reputazione è tale da poter condizionare l'interesse degli investitori più importanti, come i gestori dei fondi potenzialmente interessati all'offerta, e, dunque, influenzare notevolmente il successo dell'operazione. Nonostante essi facciano parte delle banche che si occupano del collocamento, vengono ritenuti come un soggetto terzo indipendente il cui compito è quello, come vedremo più avanti, di effettuare delle analisi (*equity research*) aventi ad oggetto la società quotanda e di stimare dati di tipo previsionale. Infine abbiamo le controparti istituzionali che

partecipano all'operazione tra cui ricordiamo la Consob, Borsa Italiana S.p.a., la Monte Titoli S.p.a. e lo specialist. Partendo dalla **Consob** (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), bisogna dire che si tratta dell'autorità amministrativa di vigilanza sui mercati finanziari chiamata a garantire la tutela degli investitori e l'efficienza, la trasparenza e lo sviluppo del mercato mobiliare italiano. Le sue funzioni, estese a tutti gli aspetti rilevanti per l'efficiente tutela del risparmio, riguardano i prodotti oggetto degli investimenti e i relativi emittenti, gli intermediari dei quali i risparmiatori si avvalgono per effettuare tali investimenti ed i mercati nei quali essi vengono realizzati. In particolar modo la Consob, all'interno di un processo di quotazione, è chiamata a decidere se concedere o meno il nulla osta per la pubblicazione del prospetto informativo, senza il quale non si può procedere con il collocamento delle azioni, e disciplina i contenuti e le modalità di diffusione di tutta quella che risulta essere la l'informativa periodica che la società deve presentare. Di tali documenti, la Consob, è chiamata anche a verificarne la correttezza e la veridicità. Poi abbiamo la **Borsa Italiana S.p.a.** di cui abbiamo già, in parte, detto. Essa, essendo la società di gestione dei mercati finanziari italiani si occupa dell'organizzazione, della gestione e del funzionamento degli stessi, garantendone lo sviluppo, la liquidità e la trasparenza. A tale scopo emana un Regolamento che definisce i criteri di ammissione alla quotazione per ciascun segmento di mercato e la disciplina cui sono sottoposte le società a seguito dell'avvenuta quotazione. La **Monte Titoli S.p.a.**, invece, è la società che si occupa della gestione accentrata dei titoli immateriali a cui sono obbligate ad iscriversi tutte le società che decidono di quotarsi in Borsa. Infine abbiamo lo **specialist**, che, una volta conclusa l'operazione, interviene sul mercato per garantire la liquidità al titolo rispettando quanto previsto dai regolamenti di Borsa Italiana. Si tratta di un intermediario finanziario la cui nomina è obbligatoria solo nel caso in cui la quotazione avviene sul segmento STAR.

1.4 Lo sponsor e il global coordinator

Lo sponsor ed il global coordinator, come anticipato, rappresentano due figure chiave all'interno di un processo di IPO dal cui operato dipende gran parte della performance della quotazione. E' su tali due figure che concentreremo il nostro studio analizzando in dettaglio ogni aspetto che riguarda l'assunzione di tali incarichi. Abbiamo già avuto modo di ricordare che molto spesso questi due ruoli tendono a coincidere in un unico soggetto, il quale, nella maggior parte dei casi, riveste anche il ruolo di capofila di almeno uno dei consorzi di collocamento e garanzia. Il perché tali compiti vengano riuniti sotto un unico attore è da ricercare soprattutto in questioni di natura economica. Nominare, infatti, un unico soggetto che svolga più ruoli equivale ad un risparmio di costi notevole. Inoltre, nei processi di quotazione che hanno ad oggetto società di piccole dimensioni, questi ruoli possono essere ben ricoperti da un unico soggetto; non c'è bisogno di incaricare più attori in tal caso, in quanto le procedure di ammissione alla quotazione sono notevolmente semplificate dal Regolamento di Borsa Italiana. Ciò è particolarmente riscontrato nel mercato italiano. Il tessuto economico italiano, infatti, è rappresentato, come noto, per la maggior parte dalle PMI, pertanto nel nostro mercato quasi tutti i processi di quotazione sono caratterizzati dalla coincidenza dei ruoli di sponsor e di global coordinator, sia perché le risorse a disposizione delle suddette società sono limitate e, quindi, si presta molta attenzione al risparmio dei costi, sia perché, per le loro ridotte dimensioni, si quotano su quei segmenti di mercato caratterizzati da una normativa semplificata. Per tali motivi, essendo tale studio concentrato soprattutto sulla realtà economica e societaria italiana, nel prosieguo assumeremo che i ruoli di sponsor e di global coordinator coincidano.

Lo sponsor ha il compito di accompagnare e supportare la società quotanda durante l'intero processo di quotazione e anche a seguito, come vedremo, del collocamento delle azioni, per garantirne la stabilità del prezzo. Il Regolamento di Borsa Italiana S.p.a. all'art. 2.3.1 stabilisce che la società che presenta domanda

di ammissione alla quotazione deve provvedere, obbligatoriamente, alla nomina di uno sponsor, il quale deve farsi garante nei confronti del mercato della qualità, della veridicità e della completezza delle informazioni che vengono rilasciate dalla società quotanda. Invero lo stesso articolo prevede che lo sponsor debba essere nominato anche nel caso in cui lo richieda Borsa Italiana, in seguito a gravi infrazioni del proprio Regolamento o di altre norme applicabili, per assistere la società negli adempimenti dovuti. In pratica è lo sponsor che presenta la società a Borsa Italiana garantendo il contenuto dei documenti che la stessa presenta. Il suddetto articolo del Regolamento di Borsa, al comma 4, stabilisce che l'incarico di sponsor deve essere conferito prima della presentazione della domanda di ammissione a Borsa Italiana. Tale incarico, prosegue l'articolo, deve avere durata almeno pari ad un anno a partire dalla data di inizio delle negoziazioni. Solo nel caso in cui le azioni, di cui si chiede l'ammissione alla quotazione, siano già quotate in un altro mercato regolamentato europeo o extracomunitario, Borsa Italiana può esentare l'emittente dalla nomina dello sponsor.

Per poter esercitare il ruolo di sponsor, ovviamente, c'è bisogno che vengano rispettati dei requisiti ben definiti. Il Regolamento di Borsa Italiana, infatti, all'art. 2.3.2, afferma che possono esercitare l'attività di sponsor le banche e le imprese d'investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, oltre agli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 117 del Testo Unico Bancario. Lo stesso articolo, inoltre, dichiara che nel caso di ammissione alla quotazione di titoli azionari, preceduta da un'offerta di vendita o di sottoscrizione ed effettuata per il tramite di un consorzio di collocamento, lo sponsor dovrà essere coinvolto come Lead manager dell'offerta al pubblico o dell'offerta istituzionale.

L'articolo successivo, invece, riguarda i rapporti esistenti tra lo sponsor e la società emittente. Al comma uno si ribadisce che lo sponsor non può essere un soggetto facente parte del gruppo cui la società quotanda appartiene o che fa capo a quest'ultima. A tal fine lo sponsor deve rilasciare un'attestazione a Borsa

Italiana precisando la natura e la consistenza dei rapporti con la società emittente. Nei casi in cui:

- a) lo sponsor o una società del gruppo cui lo sponsor appartiene o fa capo detenga una partecipazione nella società emittente o in una società del gruppo cui l'emittente appartiene o fa capo, o detenga un diritto di pegno o usufrutto sulle azioni dell'emittente;
- b) sussistano dei rapporti di natura creditizia tra il gruppo dello sponsor e quello dell'emittente, nel solo caso in cui la società quotanda intenda valersi della procedura di ammissione con concomitante offerta di sottoscrizione;

l'incarico di sponsor non può essere conferito al soggetto che si trovi in suddette condizioni. Nel caso in cui, invece vi siano rapporti di natura partecipativa o creditizia tra il gruppo dello sponsor e i soggetti che detengono direttamente o indirettamente partecipazioni significative al capitale dell'emittente, nel solo caso in cui la società quotanda intenda valersi della procedura di quotazione di ammissione con concomitante offerta di vendita, Borsa Italiana può chiedere, ove lo ritenga opportuno, la nomina di un diverso sponsor.

In generale Borsa Italiana può chiedere la nomina, secondo il comma 6 dell'art. 2.3.3. del Regolamento da essa emesso, di un diverso sponsor nei casi differenti da quelli sopracitati dandone comunicazione alla società emittente entro 15 giorni dal giorno in cui è stata completata la documentazione da allegare alla domanda di ammissione alla quotazione e, ovviamente, motivando la richiesta di sostituzione.

L'art. 2.3.4, invece, dello stesso Regolamento, si concentra sul ruolo che lo sponsor ricopre all'interno di un processo di quotazione e, a conferma di quanto già detto, recita: lo sponsor collabora con l'emittente nella procedura di ammissione degli strumenti finanziari, ai fini di un ordinato svolgimento della stessa. In particolar modo lo sponsor si assume la responsabilità delle attestazioni che rilascia a Borsa Italiana. Innanzitutto comunica a quest'ultima

tutti i fatti ed i dati riguardanti l'emittente di cui è venuto a conoscenza durante la propria attività e che dovrebbero essere presi in considerazione da Borsa Italiana stessa ai fini della quotazione. Inoltre assicura che gli organi amministrativo e di controllo della società emittente siano stati adeguatamente informati riguardo le responsabilità e gli obblighi previsti dalle leggi e dai regolamenti in vigore conseguenti all'ammissione alla quotazione. In terzo luogo dichiara che, non sono stati ravvisati elementi tali da far credere che la società quotanda e le principali società del gruppo ad essa facente capo non abbiano adottato un sistema di controllo di gestione conforme a quello previsto dal Regolamento di Borsa e descritto all'interno del Memorandum, un documento che deve essere redatto e approvato dall'organo amministrativo della società che intende quotarsi. Infine, deve dichiarare che i dati prospettici relativi al piano industriale presentato dalla società emittente, come previsto per l'ammissione alla quotazione, siano il risultato di un attento e approfondito esame documentale delle prospettive economiche e finanziarie dell'emittente e del gruppo cui esso appartiene.

Nel caso in cui, poi, non sia stata presentata domanda per ottenere la qualifica di STAR, lo sponsor si impegna, a partire dall'inizio delle negoziazioni e per tutta la durata del suo mandato, a:

- a) produrre, o a far produrre a proprio nome, almeno due ricerche all'anno, concernenti l'emittente, da redigere, secondo i migliori standard applicabili, in occasione della pubblicazione dei dati di esercizio e dei risultati semestrali, così come previsto dall'art. 65 del Regolamento della Consob;
- b) organizzare almeno due volte all'anno un incontro tra il management dell'emittente e gli investitori professionali, presenziando a tali incontri.

Tali compiti, nel caso in cui sia stata, invece, presentata la domanda per ottenere la qualifica di STAR, sono a carico dello specialist. Oltre a ciò, lo specialist si impegna ad esporre in modo continuativo sul mercato proposte di vendita e/o

acquisto delle azioni dell'emittente a prezzi che non si discostino tra loro di una percentuale superiore a quella fissata dalle Istruzioni di Borsa Italiana, per un quantitativo giornaliero fissato dalle medesime Istruzioni.

Borsa Italiana, inoltre, con l'obiettivo di garantire il rispetto delle norme di funzionamento dei mercati, si riserva il diritto di richiedere, in qualsiasi momento, allo sponsor ogni informazione o documento utile allo scopo e di convocare i rappresentanti dello stesso al fine di ottenere chiarimenti in merito a determinati comportamenti o situazioni.

Il Regolamento di Borsa Italiana, chiaramente, prevede, all'art. 2.3.9, anche delle sanzioni a carico dello sponsor nei casi in cui vengano rilevate delle violazioni del Regolamento o nel caso in cui lo sponsor ostacoli le attività di accertamento da parte di Borsa Italiana di cui abbiamo appena detto. In particolar modo sono previsti:

- richiamo scritto;
- pena pecuniaria, da 5.000 a 100.000, quando lo sponsor ha già commesso, nei 30 mesi antecedenti, una violazione dello stesso precetto o divieto per il quale Borsa Italiana aveva già adottato un richiamo. Nel definire l'importo della pena pecuniaria, Borsa Italiana tiene conto della gravità della violazione;
- inibizione a svolgere l'attività di sponsor per le nuove operazioni per un periodo non superiore ai 18 mesi. Tale inibizione si estende a tutti i mercati gestiti ed organizzati da Borsa Italiana.

L'art. successivo del Regolamento di Borsa Italiana, ovvero l'art. 2.3.10, definisce la procedura di accertamento della violazione da parte dello sponsor. I provvedimenti adottati da Borsa Italiana possono, poi, ai sensi dell'art. 2.3.11, essere impugnati dallo sponsor entro 15 giorni dall'avvenuta comunicazione dinanzi al Collegio dei Probiviri. L'applicazione dei suddetti provvedimenti viene comunicata al pubblico negli Avvisi di Borsa Italiana qualora trascorsi 15 giorni dalla comunicazione allo sponsor quest'ultimo non abbia impugnato la decisione,

ovvero decorsi 10 giorni dalla comunicazione alle parti della decisione del Collegio dei Probiviri.

Come abbiamo visto, dunque, lo sponsor è un ruolo previsto dallo stesso Regolamento di Borsa Italiana. Per quanto riguarda il global coordinator, invece, esso non viene menzionato all'interno del suddetto Regolamento ma rappresenta comunque una figura chiave all'interno del processo di IPO ed è presente in tutte le sue fasi. Al pari dello sponsor, svolge un'attività fondamentale nel preparare la società alla quotazione ed è per questo che, spesso, i due ruoli si sovrappongono e vengono riuniti sotto un unico soggetto. Tale ruolo può essere ricoperto da banche d'investimento italiane o estere, autorizzate a svolgere servizi di collocamento ai sensi del Testo Unico Bancario o da qualsiasi altro intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale di cui all'art. 107 dello stesso. Come vedremo nel capitolo successivo, analizzando le varie fasi del processo di IPO, l'attività del global coordinator inizia con uno studio di fattibilità dell'operazione per decidere se dare seguito o meno alla stessa. Successivamente, in collaborazione coi legali, gli advisor ed i revisori, se si è dato seguito all'operazione, svolge l'attività di *due diligence*. Inoltre si occupa anche dei rapporti tra l'emittente da un lato e la società di gestione del mercato (Borsa Italiana) e autorità di vigilanza (Consob) dall'altra. Dato il suo ruolo di coordinamento, il global coordinator, è presente, ovviamente in tutte le fasi del processo di quotazione, dalla costituzione del consorzio di collocamento e garanzia, alla predisposizione del prospetto informativo, al pre-marketing, all'organizzazione del road show, al bookbuilding, alla determinazione del prezzo d'offerta, nonché alla stabilizzazione del titolo sul mercato nel periodo immediatamente successivo alla quotazione. Nel caso dei consorzi per un'offerta pubblica, la costituzione di tale consorzio è di competenza del global coordinator che spesso assume anche la qualifica di capofila (Lead manager) dell'operazione di collocamento. Nel prosieguo dell'elaborato assumeremo che il ruolo di sponsor e di global coordinator coincidano.

1.5 Le IPO per le banche d'affari: organizzazione, incentivi e remunerazione

Le emissioni azionarie rappresentano un business molto importante per le banche d'affari, sia per ragioni legate alla loro visibilità e al loro prestigio, sia per quel che riguarda l'aspetto remunerativo in quanto il compenso previsto per tale tipologia di operazioni è generalmente di gran lunga superiore a quello previsto per altri servizi che le banche stesse erogano a favore delle aziende.

Data la complessità di tali operazioni e l'importanza che esse rivestono per le banche d'affari, queste ultime mettono a disposizione numerose risorse per poterle organizzare e gestire in modo efficiente. A tal fine alcuni dipartimenti della banca si interfacciano direttamente con la clientela esterna (società e investitori) mentre altri hanno un ruolo di supporto interno e/o esterno concernente servizi di natura legale, finanziaria e di compliance normativa. E' importante, durante il processo di preparazione e di esecuzione di un'IPO, l'interazione che si instaura tra i vari dipartimenti della banca interessati dall'operazione. Per quanto riguarda, invece, il progetto di IPO nello specifico, esso viene gestito generalmente dal team di corporate finance della divisione di Investment Banking e da quello di Equity Capital Market (ECM). Quest'ultimo è il dipartimento di una banca d'affari che si occupa di operazioni e attività in qualche modo connesse coi mercati dei capitali e di operazioni di finanza straordinaria aventi ad oggetto l'equity di una società. Le attività che tipicamente vengono svolte dal team di ECM possono essere raggruppate in :

- *origination*, ovvero l'insieme delle attività di scouting finalizzate all'ottenimento di incarichi per la gestione di operazioni che prevedono, in modo diretto o indiretto, l'emissione di capitale proprio da parte di una società;
- *execution*, ovvero tutte quelle attività finalizzate alla corretta gestione ed esecuzione di un progetto inerente la vendita o l'emissione di capitale proprio di una società;

- *advisory*, che ricomprende tutte le attività di consulenza che hanno come scopo ultimo quello di ottimizzare, dal punto di vista dell'efficienza, le attività di *price discovery* e di gestione di un consorzio di collocamento e garanzia.

Una banca d'affari, all'interno di un processo di IPO, potrebbe svolgere diversi ruoli con grado di seniority differente (senior o junior). Importanti sono anche gli aspetti più propriamente di marketing, come, ad esempio, il "titolo" che un intermediario vuole avere per poter essere associato all'operazione, il che rappresenta una variabile negoziale molto importante al fine di motivare al massimo la controparte nello svolgimento delle attività che le vengono assegnate. In particolar modo una banca d'affari potrebbe ricoprire i seguenti ruoli:

- **sponsor/global coordinator/lead manager**, di cui abbiamo già parlato. Si tratta, chiaramente, di ruoli di tipo senior che possono essere ricoperti anche da un unico attore;
- **bookrunner** (o responsabile del collocamento), che potrebbe coincidere anche il coordinatore dell'offerta. Spesso il numero dei bookrunners, figure di livello senior, potrebbe essere maggiore rispetto a quello dei coordinatori dell'offerta;
- **co-bookrunner**, figura creata in alcune offerte, soprattutto di grandi dimensioni, per presiedere una determinata area geografica oppure per partecipare come controparte junior a cui è stato garantito un titolo differente rispetto ad altri membri di pari grado del consorzio;
- **joint lead/co-lead/co-manager**, ruoli di tipo junior assimilabili tra loro che variano a seconda delle dimensioni del consorzio di collocamento e garanzia cui appartengono. Solitamente non si occupano della gestione del book ma si limitano a supportare il processo di esecuzione focalizzandosi sulla ricerca di investitori disposti ad aderire all'offerta e sulla fase di investor education;

- **financial advisor**, un ruolo di accompagnamento della società quotanda che tende ad essere significativo e rivolto alla preparazione dell'emittente;
- **ECM advisor**, un ruolo che, nel contesto della specificità funzionale, risulta essere indipendente e solitamente associato ad un efficientamento delle funzioni del consorzio di collocamento e garanzia in uno scenario di esecuzione e marketing dell'offerta;
- **NOMAD** (Nominated Advisor); una figura del tutto assimilabile a quella del coordinatore prevista, però, in un contesto di un mercato non regolamentato come lo è l'AIM. La differenza rispetto al ruolo di global coordinator è rappresentata dal fatto che la supervisione delle attività svolte dal NOMAD non viene attribuita alla Consob, bensì direttamente a Borsa Italiana con una dichiarazione di responsabilità emessa dallo stesso NOMAD.

E' chiaro, dunque, che le banche d'affari e, in misura minore, gli intermediari finanziari giocano un ruolo fondamentale all'interno di un processo di IPO ed è dalla loro capacità e dalla loro esperienza che dipende, in gran parte, la performance dell'intera operazione di quotazione. Dal successo (o insuccesso) della stessa dipende, poi, anche la possibilità che in futuro la banca d'affari che si è occupata dell'operazione riesca ad ottenere nuovi mandati da società differenti. Anche ricoprire ruoli di livello junior, chiaramente, giova ad un intermediario, sia da un punto di vista remunerativo che da un punto di vista di immagine, prestigio ed esperienza, che è certamente necessaria per giungere ad ottenere, in futuro, incarichi e ruoli di maggiore prestigio e responsabilità all'interno dei processi di quotazione.

Come sottolineato, una banca d'affari è interessata a prendere parte ad un processo di quotazione nel ruolo di sponsor/global coordinator, non solo per i benefici che ne trae dal punto di vista dell'immagine e del prestigio, ma anche, e soprattutto, per la remunerazione che ne ottiene. Si tratta di un aspetto molto

importante che certamente corrisponde ad un forte incentivo per le banche d'affari a candidarsi per ricoprire tale ruolo e per svolgerlo nella migliore maniera possibile in modo tale da non precludersi la possibilità, in futuro, di ottenere nuovamente un simile incarico. In concreto tra i costi che un società quotanda deve sostenere per poter concludere il processo di IPO una buona parte di essi sono rappresentati dalle commissioni (*fees*) che la società stessa deve riconoscere ai soggetti che partecipano al consorzio di collocamento e garanzia e a quelli che rivestono i ruoli di sponsor/global coordinator/lead manager. A tal proposito bisogna sottolineare come il persistere di una relazione privilegiata tra emittenti ed intermediari domestici crei una sorta di segmentazione per Paesi del mercato dei servizi di collocamento che viene sfruttata dagli stessi intermediari per praticare un pricing dei loro servizi differenziato a seconda delle peculiari condizioni competitive dei rispettivi mercati nazionali.

Mercato	Top 3 bookrunner	Top 5 bookrunner	Top 10 bookrunner
Panel A: Concentrazione per controvalore delle IPO			
Germania	63,0	72,5	85,0
Francia	67,4	83,0	93,6
Italia	76,9	84,6	93,5
Paesi Bassi	72,6	82,4	95,4
Spagna	66,5	79,9	100,0
Totale per l'area	44,2	56,4	74,9
Panel B: Concentrazione per numero delle IPO			
Germania	24,7	32,6	51,6
Francia	21,5	25,2	37,0
Italia	12,8	32,7	52,8
Paesi Bassi	29,4	35,2	61,7
Spagna	37,6	56,4	100,0
Totale per l'area	10,5	14,9	26,3

Tavola n.1 - Concentrazione del mercato dei servizi di bookrunning

Dalla tavola n.1, ad esempio, si evince come la concentrazione delle quote di mercato per i servizi di bookrunning risulti abbastanza eterogenea tra Paesi, sia

nel caso in cui la si valuti in termini di controvalore dei collocamenti, sia che si prenda in esame il numero di operazioni portate a termine.

Analizzando i dati riportati in tabella notiamo che in Spagna ben il 37,6% delle operazioni di IPO sono intermedate dai primi 3 lead manager, mentre in Italia tale quota scende al 12,8%. L'eterogeneità tra i diversi Paesi diviene ancor più evidente se si tiene conto della quota di mercato che detengono i primi 10 lead manager di ciascun Paese. Mentre in Francia, infatti, essi occupano solo il 37% del mercato, in Spagna coprono l'intero mercato. Il fatto che vi sia una così stretta relazione tra emittenti e intermediari domestici non implica necessariamente un pricing differenziato. I prezzi di mercato, infatti, dipendono non solo dal grado di concorrenza visibile, ma anche da quello latente. Il solo fatto che esista una potenziale concorrenza cross country nel mercato dei servizi di collocamento potrebbe portare ad una convergenza dei prezzi praticati. La remunerazione che spetta ai soggetti partecipanti ad un consorzio di collocamento e garanzia viene definita **gross spread** (o **success fee**) ed è calcolata come percentuale del valore dell'operazione. Tale somma viene dedotta dalle risorse raccolte attraverso il collocamento dei titoli azionari e viene distribuita tra gli intermediari che hanno preso parte all'operazione. Chiaramente il *gross spread* dipende dal grado di concorrenzialità del mercato dei servizi di collocamento ma varia anche da operazione ad operazione in quanto influenzato da molteplici fattori che rendono più o meno gravoso l'impegno del consorzio. Tra questi fattori hanno un peso importante nella definizione del *gross spread* il tipo di offerta (OPV piuttosto che OPS), il controvalore del collocamento, l'importanza e la riconoscibilità dell'emittente. Certamente risulta di fondamentale importanza ciò che viene definito *reputation lending*, ovvero la reputazione dell'intermediario visto che tra i servizi che lo stesso offre all'emittente figura quello di certificazione della qualità dei titoli emessi. Il *gross spread* dipende anche dal modo in cui avviene il collocamento delle azioni in quanto, come dimostrato da Jenkinson, Ljungqvist e Wilhelm (2000) e da Derrien e Womack (2003), il ricorso al bookbuilding coincide con la corresponsione di un

gross spread maggiore rispetto a quelli registrati nel caso di offerta con prezzo prefissato o tramite il meccanismo dell'asta. Invero a partire dalla fine degli anni Novanta in poi la quasi totalità delle operazioni di quotazione avvenute sia in Italia, che in Europa che nel resto dei Paesi, sono state realizzate con la tecnica dell'open price e del bookbuilding. Pertanto, al giorno d'oggi, non possiamo considerare ciò come un fattore determinante per la definizione del *gross spread*. Quest'ultimo, come avremo modo di vedere nel corso dell'elaborato, non rappresenta, certamente, l'unica tipologia di costo a carico dell'emittente in un processo di IPO. Un'altra componente importante di costo, infatti, è rappresentata dall'underpricing, ovvero dalla vendita ad un prezzo inferiore a quello di equilibrio tra domanda e offerta. E' plausibile ritenere, come dimostrano i dati empirici, che esista un rapporto di trade off tra il *gross spread* e l'underpricing, ovvero che siano co-determinate dalla scelta delle banche collocatrici, dai mercati di collocamento e dal momento dell'emissione . Una società emittente, infatti, come vedremo quando tratteremo l'underpricing, potrebbe preferire corrispondere una remunerazione maggiore al consorzio responsabile del collocamento delle azioni pur di ridurre l'underpricing, ovvero il consorzio potrebbe accettare una remunerazione inferiore qualora vi sia la possibilità di praticare un underpricing maggiore in modo tale che si riducano al minimo i rischi e le difficoltà nel collocare le azioni.

Paese dell'emittente	IPO con gross spread noto	Gross spread (% sul valore dell'IPO)		
		Media	Max	Min
Germania	29	4,3	7,0	1,8
Francia	67	4,7	8,0	1,6
Italia	31	4,2	6,5	1,7
Paesi Bassi	22	4,5	7,0	2,2
Totale	149	4,5	8,0	1,6

Tabella n.2 – Gross spread sulle IPO dell'area UME

In termini quantitativi, secondo uno studio effettuato da Lazzari V. e Geranio M., nei maggiori Paesi dell'area UME, come riportato nella tabella n.2, il gross spread

risulta essere in media del 4,5% rispetto al valore dell'operazione variando da un minimo del 4,2% in Italia (in media) ad un massimo del 4,7% registrato in Francia. In particolar modo, soffermandoci solo sui dati relativi al nostro Paese, tra le operazioni oggetto del campione dello studio sono stati registrati gross spreads che vanno da un minimo del 1,7% ad un massimo del 6,5%.

Il *gross spread* viene ripartito, come detto, tra tutti i partecipanti al consorzio di collocamento e garanzia secondo quanto stabilito dagli accordi tra gli stessi. All'interno della *success fee* può essere inclusa una ***documentation fee*** destinata agli intermediari che si occupano del coordinamento del lavoro di documentazione e preparazione. Spesso, a garanzia del lavoro svolto dagli intermediari in fase di preparazione della società emittente alla quotazione è prevista un'ulteriore commissione definita ***termination fee*** che viene corrisposta nel caso in cui l'offerta non dovesse concludersi. La sua finalità è quella di coprire, seppur parzialmente, i costi sostenuti dagli intermediari finanziari interessati dall'operazione. Tale commissione è tanto più elevata quanto più il gruppo di lavoro avrà soddisfatto le richieste iniziali dell'emittente e può rappresentare, in termini quantitativi anche oltre la metà della *success fee*. Ciò rappresenta una forma di garanzia a favore degli intermediari che si occupano della fase di preparazione alla quotazione che potrebbe, per differenti ragioni, anche non essere realizzata.

Nello specifico, la *success fee* consta di tre componenti base la cui funzione è quella di remunerare i partecipanti al consorzio di collocamento e garanzia. Nel tempo le dinamiche remunerative sono cambiate e si stanno caratterizzando per una sempre maggiore semplificazione della ripartizione del *gross spread*, una ripartizione fissa (*fixed economics*) decisa all'inizio del progetto. Le 3 componenti della *success fee* che abbiamo anticipato sono:

- una ***management fee***, calcolata sull'ammontare garantito dal consorzio ed utilizzata per remunerare la banca (o le banche) coordinatrice per l'attività di gestione del progetto da essa svolta, ovvero servizi di

strutturazione dell'offerta, coordinamento della due diligence, preparazione dell'aspetto regolamentare, gestione e organizzazione del sindacato e del roadshow. Essa rappresenta solitamente il 20% della *success fee*. Nelle operazioni di maggiori dimensioni in cui il lavoro di tipo amministrativo e di coordinamento è particolarmente gravoso e complesso, una parte della *management fee* può essere destinata a remunerare lo sforzo di coordinamento e preparazione. Tale porzione, definita *praecipium*, può rappresentare a volta anche il 50% della stessa management fee, destinata alla remunerazione del global coordinator. A volte potrebbe essere pagata separatamente e celarsi all'interno di quella che abbiamo definito in precedenza *documentation fee*;

- una ***underwriting fee***, calcolata anch'essa sull'ammontare garantito dal consorzio di collocamento e garanzia. Rappresenta la remunerazione per il rischio assunto dai membri dello stesso consorzio e solitamente coincide col 20% circa dell'intera success fee;
- una ***selling concession***; equivalente al restante 60% circa del gross spread. Essa è legata allo sforzo di vendita e viene controllata non solo dalla società emittente ma anche dal bookrunner, il quale ha discrezionalità sulle politiche di incentivazione, allocazione e, quindi, remunerazione dei soggetti partecipanti al consorzio.

Mentre le prime due componenti (management e underwriting fees) sono legate alla garanzia concessa dal consorzio, la terza componente, invece, è sempre stata oggetto di importanti dibattiti in quanto rappresenta uno strumento per incentivare i canali distributivi e, dunque, la vendita. In particolar modo, in condizioni di scarsità dei titoli offerti rispetto alla domanda, gli investitori, per aumentare la probabilità che le loro richieste di acquisto e/o sottoscrizione di azioni vengano soddisfatte, comunicano i propri ordini d'acquisto esclusivamente al bookrunner, dati il ruolo e la capacità di quest'ultimo di interagire con la società quotanda. In tale scenario, chiaramente, diviene difficile, se non impossibile, apprezzare il lavoro dei membri junior del consorzio. Per risolvere

tale problema e quello connesso della remunerazione sono state adottate, col passare del tempo, le seguenti metodologie:

- a) *institutional pot*, la quale prevede che una parte della *selling concession* possa essere distribuita pro-rata in base all'impegno di sottoscrizione e una parte possa essere, invece, lasciata libera e distribuita secondo quelle che sono le preferenze degli investitori che indicano quali banche del consorzio debbano essere remunerate in base ad un sistema di *designation*;
- b) *designations*, attraverso la quale i membri del sindacato fanno pervenire gli ordini al bookrunner ma chiedono agli investitori che la *selling concession* reale, ossia associata all'ammontare dei titoli effettivamente allocato, sia ripartita in modo specifico tra le varie banche del consorzio;
- c) *pre-agreed economics*, secondo la quale la suddivisione della *selling concession* può essere interamente concordata prima che abbia inizio l'attività di vendita con una ripartizione proporzionale all'ammontare di garanzia data dai membri del consorzio, oppure parzialmente con una parte che viene associata alle *designation*;
- d) *capped fees*, che rappresenta una sorta di tetto massimo sull'ammontare di fees che può essere distribuito a favore del bookrunner, il quale si impegna a garantire un ammontare di fees distribuibili tra i restanti membri del consorzio. Questi ultimi potranno, poi, competere per la porzione più grande in base ai risultati ottenuti da ciascuno di essi. Solitamente il cap è in linea con l'ammontare di garanzia concessa.

Altre soluzioni per la ripartizione della *selling concession* sono, infine, da ricercarsi nelle metodologie di creazione e di composizione del consorzio stesso.

Nella seguente tabella n. 3 abbiamo riportato un esempio di come può essere schematizzata la remunerazione prevista per i partecipanti ad un consorzio di collocamento e garanzia secondo quanto abbiamo precedentemente detto.

Ipotesi di partenza	Euro
Prezzo per azione	10,00
Numero di azioni	10.000.000,00
Provvista complessiva	100.000.000,00
Remunerazione consorzio	
Success fee	4.000.000,00
Management	800.000,00
Praecipium	400.000,00
Underwriting	800.000,00
Selling Concession	2.400.000,00
Remunerazione dei partecipanti	
Global Coordinator	
Management	320.000,00
Praecipium	400.000,00
Underwriting	640.000,00
Selling Concession	1.920.000,00
Totale	3.280.000,00
Co Lead Manager 1	
Management	40.000,00
Underwriting	80.000,00
Selling Concession	240.000,00
Totale	360.000,00
Co Lead Manager 2	
Managment	40.000,00
Underwriting	80.000,00
Selling Concession	240.000,00
Totale	360.000,00
	4.000.000,00

Tabella n.3- esempio proventi per le banche

Capitolo II

Attività e responsabilità dello sponsor

2.1 Premessa

Nel secondo capitolo concentreremo il cuore dell'elaborato, ossia l'analisi delle attività e delle responsabilità assunte dallo sponsor all'interno del processo di quotazione, suddividendo quest'ultimo nelle distinte fasi che lo compongono, partendo dal pitch per arrivare al collocamento delle azioni sul mercato. Le attività che, invece, interessano comunque lo sponsor ma che susseguono il momento del collocamento delle azioni verranno trattate nel capitolo quarto. Si tratta di un processo molto delicato e complesso le cui fasi hanno come obiettivo comune quello di giungere a fissare un prezzo di quotazione che sia frutto di un'attenta attività di analisi e che sia in grado di garantire una performance ottimale ai titoli azionari della società emittente sui mercati borsistici. Il problema principale, è che esiste un trade off tra la massimizzazione del valore estraibile dalla quotazione a favore dei vecchi azionisti e della società da un lato e la performance del titolo susseguente al collocamento dall'altro. E' importante, dunque, riuscire a trovare un equilibrio tra i due aspetti presi in considerazione. Un esempio empirico è rappresentato dalla quotazione di Facebook, la quale avvenne ad un prezzo eccessivo tale per cui nei giorni successivi il titolo subì un crollo importante sul mercato. E' l'evidenza empirica, dunque, che ci insegna l'importanza di determinare un prezzo equo che non abbia, dunque, il solo obiettivo di massimizzare i capital gain dei vecchi azionisti e/o le entrate finanziarie della società quotanda, ma che abbia anche un obiettivo di lungo termine e che, quindi, tenga in debita considerazione quelli che possono essere gli effetti sull'andamento futuro del titolo in questione. Vedremo ed analizzeremo le tecniche utilizzate per ricercare il prezzo ottimale di quotazione. Nella maggior parte dei casi, invero, il prezzo di quotazione viene fissato ad un livello più basso di quello ottimo che eguaglia domanda e offerta. Tale fenomeno, definito "underpricing", le sue cause e i suoi effetti saranno oggetto di discussione, però, del capitolo quarto.

Per meglio comprendere le dinamiche e gli aspetti chiave del processo che porta al collocamento delle azioni di una società sul mercato e per porre in evidenza il ruolo giocato dallo sponsor, suddivideremo tale capitolo in paragrafi, ciascuno dei quali sarà dedicato ad una particolare fase del processo in questione.

Seguendo tale approccio, pertanto la struttura dei paragrafi sarà la seguente:

- Preparazione della società quotanda e pitch;
- Due diligence e documentazione;
- Fase del pre-marketing;
- Road show, bookbuilding ed il metodo dell'open price;
- Il pricing e l'assegnazione delle azioni.

2.2 Preparazione e pitch

Il processo che conduce una società all'ammissione alle negoziazioni sul mercato è un'operazione certamente molto complessa ed articolata su cui incidono numerose variabili tra cui la dimensione, la struttura e le caratteristiche dell'emittente, il settore in cui lo stesso opera e la struttura dell'operazione che viene proposta e successivamente realizzata. Essendo, come detto, un processo che presenta un elevato grado di complessità, necessita di tempi non brevi. E' difficile stabilire una durata precisa ed oggettiva dato che essa dipende fortemente dalle variabili sopracitate, soprattutto per quel che riguarda la fase di preparazione. Possiamo però dire che, mediamente, un processo di quotazione necessita di un tempo non inferiore ai 12 mesi; generalmente si parla di circa 16-18 mesi.

L'ammissione alla quotazione non rappresenta, come abbiamo messo in evidenza nel primo capitolo, solo un modo per accedere a nuove risorse finanziarie. Rappresenta, in realtà, un momento di svolta all'interno del ciclo di vita di un'azienda, un processo di cambiamento che interessa certamente l'assetto proprietario e manageriale della stessa, ma che ha un impatto anche sui rapporti coi clienti, con i fornitori e con l'ambiente finanziario in generale. Per tale motivo la decisione di quotarsi sui mercati borsistici deve necessariamente essere accompagnata da un'adeguata pianificazione delle diverse fasi del processo di IPO, tale da rispondere in maniera soddisfacente alle richieste del mercato. Quando una società quotanda non dispone delle necessarie capacità per poter realizzare ciò nomina un advisor che la sostenga in tale processo. Seppur non obbligatoria, la nomina di un advisor è certamente auspicabile per una società che intenda quotarsi, in quanto può apportare a quest'ultima quell'esperienza necessaria affinché vengano prese le giuste decisioni. In particolar modo in questa fase preparatoria è necessario rendere la società adeguata agli standard richiesti per poter essere ammessa alla quotazione. Pertanto la società è chiamata a svolgere un'attenta attività di analisi per

individuare gli interventi necessari per uniformarsi a quanto richiesto dal mercato soprattutto per quanto attiene all'area contabile, all'area organizzativa, all'area legale e alle politiche aziendali e finanziarie. L'impatto sugli aspetti che caratterizzano la struttura di una società risultano, empiricamente, uno degli effetti di maggior rilievo per le imprese che intraprendono la strada della quotazione. A tali società, infatti, è richiesto di effettuare un grosso sforzo di riorganizzazione interna per poter rispettare quelli che sono i requisiti richiesti dal regolamento di Borsa Italiana per poter essere ammesse alla quotazione. In particolar modo oggetto di tali adeguamenti risultano essere:

- i **sistemi di corporate governance**;
- la **struttura organizzativa**;
- i **sistemi di pianificazione strategica e controllo di gestione**.

Chiaramente i requisiti variano a seconda del mercato e del segmento di mercato sul quale la società intende quotarsi. Sono previsti, infatti, requisiti meno stringenti per la quotazione sul mercato AIM Italia rispetto a quelli necessari per il listing sul mercato ATM. Massimamente stringenti, invece, risultano essere i requisiti previsti per il segmento STAR, caratterizzato da elevatissima trasparenza e liquidità dei titoli in esso negoziati.

In particolar modo, per quanto riguarda i **sistemi di corporate governance**, per le società che puntano al mercato ATM, si fa riferimento al Codice di Autodisciplina emanato nel 2011 dal **Comitato per la Corporate Governance** di Borsa Italiana al quale le società non sono obbligate ad aderire ma che rappresenta certamente un punto di riferimento per valutare l'adeguatezza del sistema di governance adottato dalla società che richiede l'ammissione al suddetto mercato. Per le PMI, invece, nonostante esse debbano garantire trasparenza e tutela dei diritti dei soci di minoranza, la quotazione sul mercato AIM Italia non prevede particolari e restringenti requisiti in merito ai sistemi di governance da adottare, pertanto i cambiamenti in tal senso non sono molto significativi e i principali interventi riguardano la ridefinizione delle deleghe e l'introduzione dell'amministratore

indipendente dato che nelle PMI solitamente vi è un grande accentramento di potere nella figura dell'imprenditore che è sia azionista di maggioranza (se non addirittura socio unitario) che amministratore della società. Bisogna, in questo caso, pur mantenendo la centralità del ruolo dell'imprenditore, garantire la valorizzazione del ruolo degli organi di governo aziendale.

Considerazioni analoghe possono essere fatte in merito alla **struttura organizzativa**, intesa in senso stretto (organigramma aziendale), che la società deve adottare per poter essere ammessa alla negoziazione delle proprie azioni sui mercati borsistici regolamentati. Per il mercato ATM, anche in questo caso, si fa riferimento al menzionato Codice di Autodisciplina mentre per il mercato AIM Italia non sono previsti particolari requisiti da rispettare ma, certamente, è importante dotare la società di figure preposte alle più importanti funzioni aziendali in modo tale da conferire maggiore organicità alla società e, soprattutto, da spersonalizzarne la gestione. Un importante impatto lo riscontriamo sui *sistemi di comunicazione* che devono, certamente, essere adeguati in modo tale da assicurare un'informativa trasparente, completa e tempestiva nei confronti del mercato, così come richiesto dal Regolamento di Borsa Italiana.

Per quanto riguarda, invece, il **sistema di pianificazione strategica** occorre ricordare che le società che chiedono l'ammissione alla quotazione sui mercati borsistici sono obbligate a presentare il piano industriale, per il contenuto del quale si farà garante, come vedremo, lo sponsor. Tale obbligo non persiste in capo alle società che chiedono l'ammissione al mercato AIM Italia, ma è prassi che anche esse redigano il piano industriale data l'essenziale necessità di far conoscere al mercato le proprie strategie e prospettive di sviluppo. La finalità del piano industriale è quella di mostrare il modo in cui viene perseguito dalla società il proprio obiettivo ultimo, ossia quello della massimizzazione del valore per gli azionisti in un orizzonte temporale di lungo periodo. L'obiettivo, quindi, è quello di massimizzare il rendimento del capitale investito rispetto al suo costo,

differenza che viene sintetizzata dall' EVA (*Economic Value Added*). In particolar modo un piano industriale redatto secondo le migliori prassi dovrebbe contenere le seguenti informazioni riguardo la società in oggetto:

- la strategia che la società ha perseguito ed il conseguente posizionamento competitivo che ha raggiunto sottolineando le relazioni esistenti tra le scelte operate e le performance conseguite, in modo tale da evidenziare i *key value drivers*, ossia quei fattori sui quali la società può far leva e che influenzano in modo significativo i risultati raggiunti;
- la strategia che la società si propone di attuare in futuro per creare valore per i propri azionisti;
- le ipotesi individuate per la trasposizione delle intenzioni strategiche e del relativo action plan in dati economico-finanziari. La definizione delle suddette ipotesi deve tenere in considerazione tanto i trend registrati storicamente, quanto le dinamiche competitive del settore di riferimento;
- i prospetti con dati di conto economico, stato patrimoniale e flussi di cassa.

Qualora la società in questione operasse in più aree strategiche d'affari sarebbe opportuno procedere all'identificazione delle differenti *Strategic Business Unit* (SBU) ed alla redazione di piani distinti per ciascuna di esse. Il piano, inoltre, dovrebbe essere redatto pre-money, ossia senza tenere in considerazione quelli che sono gli introiti derivanti dal possibile processo di quotazione ed i costi ad esso connessi. In definitiva il piano dovrebbe essere redatto in modo tale da rispettare quei requisiti che rendono valido un piano industriale, ovvero:

- **sostenibilità finanziaria;**
- **coerenza;**
- **attendibilità.**

Infine, tra i requisiti richiesti per l'ammissione alla quotazione, il Regolamento di Borsa Italiana richiede che la società adotti un **sistema di controllo di gestione**

affidabile ed adeguato rispetto alle dimensioni ed alle caratteristiche produttive aziendali. A tal fine, in sede di presentazione della domanda di ammissione la società deve redigere un documento in cui viene descritto il sistema di controllo adottato ed implementato dalla società, oltre ad un apposita dichiarazione di adeguatezza dello stesso rilasciata dal presidente del collegio sindacale. La presenza di un sistema di controllo adeguato all'interno delle società quotate assolve ad una duplice funzione. La prima è quella tradizionale ed interna alla società, in quanto rappresenta un supporto di fondamentale importanza di cui l'impresa necessita per poter raggiungere il proprio obiettivo di creazione e massimizzazione del valore per gli azionisti. In secondo luogo, invece, il management potrà elaborare e trasmettere al mercato informazioni sull'andamento aziendale che siano reali, significative ed aggiornate costantemente, contribuendo, in tal modo, alla trasparenza delle informazioni e permettendo agli investitori di effettuare scelte consapevoli. E' una finalità, chiaramente, di natura esterna alla società quotata. Per fare in modo che il sistema di controllo di gestione risulti essere adeguato ed affidabile, esso, che sia un controllo antecedente, concomitante oppure consuntivo, deve consentire al management di alto livello della società di collocare la società nel tempo e nello spazio competitivo al fine di cogliere eventuali inadeguatezze ed agire di conseguenza. A tal fine deve ricomprendere i principali indicatori di performance e di rilevazione dei rischi propri dell'impresa, i cosiddetti *key value drivers*. Il controllo di gestione rappresenta certamente uno degli aspetti aziendali che subiscono un grande impatto in seguito alla decisione di quotarsi sui listini borsistici.

Oltre ad un sistema di controllo adeguato ed affidabile, con riferimento all'MTA, il Regolamento di Borsa Italiana, all'art. 2.2.1, richiede, per l'ammissione alla quotazione:

- capacità di esercitare un'attività, direttamente o per il tramite delle società controllate, capace di generare ricavi in condizioni di autonomia gestionale;
- pubblicazione e deposito, da parte della società quotanda, dei bilanci, anche consolidati, relativi agli ultimi tre esercizi annuali, sottoposti a revisione contabile, di cui gli ultimi due devono essere redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS;
- nel caso si tratti di società di recente costituzione, anche risultanti da operazioni di finanza straordinaria, e/o società che abbiano subito recenti modificazioni sostanziali nella loro struttura patrimoniale, è richiesta anche la predisposizione di appositi dati pro-forma sottoposti a revisione contabile;
- l'adozione di un modello adeguato di corporate governance, oltre che di codici interni in tema di comunicazione al mercato di informazioni rilevanti (*codice di internal dealing, codice per le informazioni price sensitive, codice per le operazioni con parti correlate*) e del modello organizzativo in materia di responsabilità degli enti previsto dal D.Lgs. 231/2001.

Per il segmento Star, come anticipato, i requisiti fissati da Regolamento di Borsa Italiana sono maggiormente stringenti. In particolare modo è richiesto:

- un flottante minimo del 35% per l'accesso al segmento in fase di prima quotazione e del 20% per la permanenza;
- una capitalizzazione di mercato inferiore ai 1.000 milioni di euro;
- pubblicazione dei bilanci, delle relazioni semestrali e trimestrali e dei comunicati sul proprio sito anche in lingua inglese;
- adesione da parte dell'emittente ai principi di governance previsti dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana il quale prevede la nomina di amministratori indipendenti, di un comitato per il controllo interno e di un comitato per la remunerazione;

- incentivazione del management mediante sistemi di retribuzione anche variabile;
- individuazione di un responsabile incaricato di curare i rapporti con gli investitori, il cosiddetto *investor relator*.

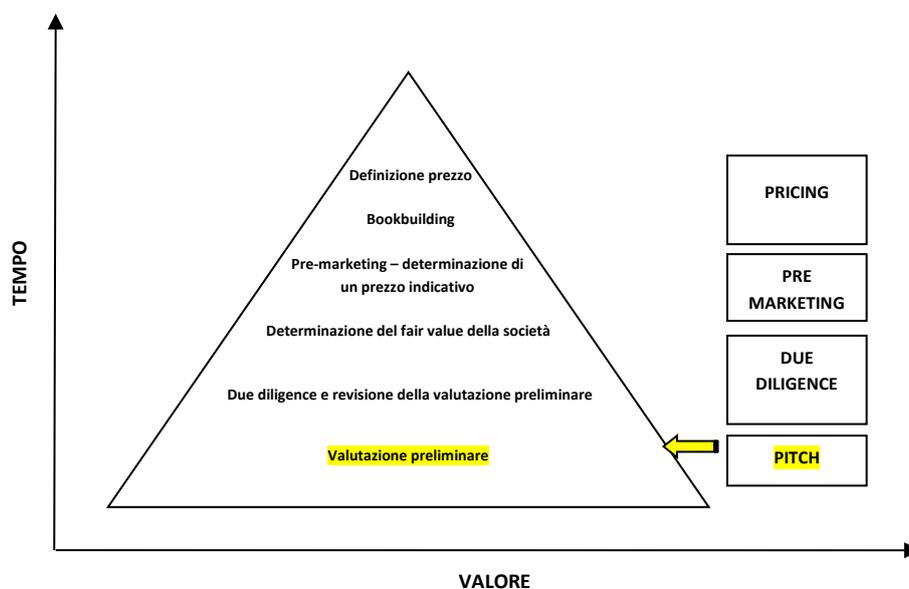
In questo processo di adeguamento ai requisiti per l'ammissione alla quotazione, come abbiamo anticipato, la società è affiancata da un advisor se nominato dalla società, oltre che dallo sponsor e dal global coordinator.

Quando una società matura la decisione di quotarsi in borsa, uno dei principali problemi che bisogna affrontare è proprio quello della scelta dei soggetti cui affidarsi per poter portare a compimento l'operazione. A tal fine la società emittente, di concerto con l'advisor, sollecita diversi intermediari finanziari ad occuparsi dell'operazione e vaglia tutte le proposte che le sono pervenute in modo tale da selezionare quella che maggiormente soddisfa le proprie esigenze. In gergo si dice che l'incarico di sponsor e di global coordinator vengono affidati tramite **beauty contest** nel caso in cui sia stata la società quotanda a sollecitare gli intermediari finanziari ad occuparsi dell'operazione. Nel caso in cui, invece, specie in assenza di advisor, siano stati gli stessi intermediari finanziari a contattare la società e a prospettare la possibilità di una quotazione candidandosi per ricoprire il ruolo di sponsor e/o di global coordinator allora si parla di **pitch diretto**. Al giorno d'oggi, data la crescente presenza di soggetti che si occupano di tale attività e data la loro professionalità nel settore, è più facile che sia l'intermediario a contattare la società dopo un'istruttoria preliminare, soprattutto quando si tratta di medie aziende che presentano importanti prospettive di sviluppo.

Lo sponsor e il global coordinator, come abbiamo più volte avuto modo di sottolineare, rappresentano due ruoli fondamentali all'interno di un processo di IPO. Per tale motivo la scelta del soggetto (o dei soggetti) cui affidare tali ruoli è una scelta molto delicata che va presa ponderando tutti i fattori in gioco. Proprio perché la società molto spesso, da sola, non è in grado di prendere la giusta

decisione in merito, nomina un advisor che la assista in tale scelta, oltre che in altri aspetti relativi al processo di quotazione.

Una variabile che incide sulla scelta dello sponsor è rappresentata dalla stima iniziale che quest'ultimo effettua riguardo il valore teorico della società quotanda. Sappiamo, infatti, che uno degli obiettivi della società e degli azionisti della stessa è quella di riuscire a trarre dal processo di quotazione il massimo del valore possibile. L'insieme delle attività svolte durante il processo di IPO ha lo scopo di fissare un prezzo di quotazione a partire dal valore stimato dell'emittente.



Nella fase del pitch, ovviamente, la valutazione fatta dal soggetto che si candida a ricoprire il ruolo di sponsor, non può che essere approssimativa, in quanto basata esclusivamente sulle informazioni disponibili al pubblico. Si tratta, dunque, di un range di valori che viene ristretto sempre più con l'avanzare delle operazioni, come rappresentato nella sottostante piramide del valore, fino a giungere al prezzo al quale effettivamente verranno collocate le azioni presso gli investitori.

Una volta che è stato definito il team di consulenti finanziari che accompagnerà la società quotanda durante l'intera operazione, si dà inizio all'iter di realizzazione dell'IPO con il ***kick-off meeting***. In tale occasione, la società quotanda si incontra con tutti i propri consulenti ed inizia la fase di pianificazione dell'operazione in tutti i suoi aspetti, individuando tutte le attività da svolgere, le tempistiche necessarie e le specifiche responsabilità di ciascun soggetto partecipante all'operazione.

Nel prosieguo di codesto capitolo analizzeremo tutte le fasi dell'operazione facendo emergere l'importanza del ruolo dello sponsor/global coordinator in ciascuna di esse, a conferma di quanto affermato in precedenza. In particolare modo, nell'esaminare quanto detto adotteremo un criterio temporale tenendo presente, però, che in alcuni casi le attività si sovrappongono tra loro e vengono realizzate contestualmente.

2.3 Due Diligence e documentazione

Il kick-off meeting rappresenta il momento in cui prende avvio l'operazione di IPO. In particolar modo con esso si dà inizio alla fase della **due diligence** e della predisposizione della documentazione necessaria per poter implementare il processo di quotazione in borsa. Col termine *due diligence* si intende un'attività di approfondita analisi ed investigazione, effettuata sulla società quotanda, per ottenere le informazioni necessarie, per i partecipanti, e strumentali ad una comprensione dettagliata delle dinamiche aziendali ed alla preparazione della documentazione richiesta per presentare l'offerta. Suddetta attività viene svolta dallo sponsor/global coordinator, dai consulenti legali e fiscali e dalla società di revisione in collaborazione col management della società e, se presente, con l'advisor. Già in questa prima fase, dunque, potremo apprezzare il lavoro dello sponsor che, come già detto, rappresenta il focus di questo elaborato. L'obiettivo ultimo della due diligence è di accertare la sussistenza dei requisiti formali e sostanziali necessari per poter essere ammessi alla quotazione. Per fare ciò, spesso, viene costituita una *data room*, ovvero un luogo cui accedono i partecipanti alla due diligence, a favore dei quali vengono messi a disposizione dati e informazioni relative alla società in oggetto e necessari allo svolgimento della suddetta attività. La tipologia e l'estensione delle attività svolte nell'ambito di un processo di due diligence variano a seconda di diversi fattori, tra cui la dimensione della società, la sua complessità strutturale ed il numero di business unit di cui è composta, eventuali criticità che dovessero sorgere. Tali variabili influenzano notevolmente anche la durata del processo che, solitamente, non risulta essere mai inferiore ad un mese.

Le principali aree interessate dall'attività di due diligence sono solitamente:

- **due diligence di business;**
- **due diligence finanziaria;**
- **due diligence contabile;**
- **due diligence legale;**

- **due diligence fiscale.**

Per quanto concerne la **due diligence di business**, essa consiste in un'attenta analisi dell'attività caratteristica della società, del modello di business adottato, dei mercati a monte (materie prime) e a valle (prodotti finiti) cui si rivolge, del contesto competitivo. Ci si sofferma sulle principali caratteristiche e criticità del mercato in cui opera la società individuando quelli che rappresentano i drivers della domanda e dell'offerta, le dinamiche competitive e i punti di forza e di debolezza della società rispetto agli altri competitors. Si tratta di quella che, nell'ambito delle attività di marketing, viene definita SWOT Analysis. In tale ambito vengono sottoposte ad analisi anche l'esperienza e la qualità del management della società, nonché i sistemi di retribuzione degli stessi, per comprendere se essi sono tali da legare i comportamenti e le scelte del management alla performance della società.

La **due diligence finanziaria**, invece, ha ad oggetto gli aspetti economico-finanziari della società. Pertanto l'analisi, in tale ambito, è incentrata sui risultati storici ma anche sui dati prospettici, sui bilanci d'esercizio individuali e su quelli consolidati. In particolar modo viene effettuata un'attenta verifica del piano industriale con lo scopo di verificarne il rispetto dei requisiti di sostenibilità finanziaria, coerenza ed affidabilità richiesti per l'ammissione alla quotazione. Si analizzano, poi, quelli che sono i sistemi operativi adottati dalla società, con particolare riferimento ai sistemi di controllo di gestione e di reporting, dei quali viene accertata l'adeguatezza e l'efficienza. Oggetto di tale area di analisi sono anche l'attività svolta dai revisori e le condizioni che determinano la continuità aziendale, ponendo un'attenzione particolare al capitale circolante della società ed ad altri aspetti di natura finanziaria che verranno inclusi nel documento di offerta.

Per **due diligence contabile**, invece, si fa riferimento a quel processo che ha ad oggetto la verifica delle procedure contabili adottate dalla società, lo studio dei bilanci, con riferimento ai principi contabili utilizzati ed alle principali voci di

conto economico e di stato patrimoniale, con l'obiettivo di verificarne la veridicità e la correttezza.

Abbiamo, poi, la **due diligence legale**, rivolta a tutti gli aspetti di natura legale che caratterizzano e normano la vita societaria. In particolar modo, tale attività ha l'obiettivo di individuare eventuali problematiche concernenti lo statuto, l'atto costitutivo, i libri sociali e contabili, gli assetti proprietari, i rapporti con parti correlate, oltre che l'intera contrattualistica che regola i rapporti con fornitori e clienti, personale dipendente e non, accordi sindacali e così via. Si tratta, in pratica, di un controllo che viene effettuato per constatare che la società assolva a tutti gli obblighi di legge che regolano la vita societaria.

Infine c'è la **due diligence fiscale** che consiste in una verifica della situazione fiscale della società attraverso l'analisi delle relative documentazioni (dichiarazioni fiscali, versamenti, accertamenti, condoni e via discorrendo). Vengono prese in considerazione anche eventuali contenziosi tributari che potrebbero generare delle potenziali uscite di cassa che dovrebbero, dunque, essere quantificate opportunamente.

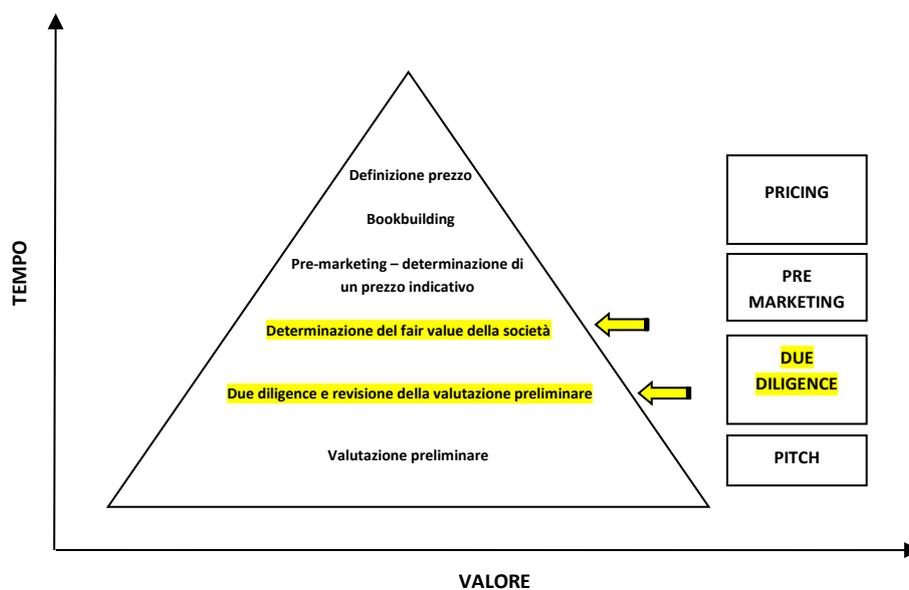
Possono anche esservi controlli di altro genere che rientrano nella più generale fase della due diligence come, ad esempio, il rispetto delle norme ambientali, delle norme di sicurezza e salute sui luoghi di lavoro, l'adeguatezza dei sistemi informativi.

Da quanto detto emerge che il processo di due diligence ha un duplice fine. Innanzitutto, come abbiamo detto, è fondamentale verificare che i requisiti formali e sostanziali richiesti per l'ammissione alla quotazione siano rispettati. In secondo luogo la due diligence risulta essere un'attività fondamentale al fine di pervenire ad un'approfondita conoscenza delle caratteristiche e delle dinamiche che interessano la società quotanda in modo tale da poter predisporre un *prospetto informativo* che evidenzi la reale situazione economica, finanziaria e patrimoniale della stessa. E' su quest'ultimo, infatti, che gli investitori basano le proprie scelte d'investimento.

L'espletamento delle attività di due diligence hanno anche il fine di proteggere la società quotanda, il suo management, lo sponsor, il global coordinator, i responsabili del collocamento e tutti gli altri partecipanti al processo di quotazione dai rischi di cause legali che potrebbero essere intentate prevalentemente dagli investitori in un'IPO. Il processo di due diligence, quindi, ha lo scopo di rappresentare in modo corretto la reale situazione della società in modo tale da limitare i rischi che possono sorgere relativamente ad un quadro informativo poco chiaro e non corretto, ad un prezzo di quotazione che non riflette il reale rischio associato all'attività, a decisioni di investitori basate su informazioni fuorvianti e, non ultimo, all'impatto in termini reputazionale che potrebbero subire tanto la società quotanda quanto le controparti associate al progetto. Quest'ultimo punto, in particolar modo, interessa molto da vicino lo sponsor. Come abbiamo avuto modo di sottolineare nel primo capitolo, infatti, una delle motivazioni che spingono un soggetto ad assumere tale ruolo all'interno di un processo di IPO è rappresentato dai benefici che ne trae in termini di reputazione qualora l'operazione dovesse generare una performance positiva. Bisogna tenere in considerazione, però, anche il rovescio della medaglia, ovvero se l'operazione dovesse, per qualche motivo, generare una performance negativa, e, quindi, perdite tanto per la società quanto per gli investitori, l'intermediario che ha ricoperto il ruolo sponsor subirebbe pesantemente le conseguenze di quanto accaduto. Con molta difficoltà, infatti, riuscirebbe a ricoprire nuovamente il delicato compito di sponsor in altre operazioni di quotazione e soprattutto perderebbe, probabilmente, buona parte dei propri clienti investitori che ad esso avevano dato fiducia nell'aderire all'offerta. Per tali motivi lo sponsor partecipa attivamente al processo di due diligence e deve fare in modo che da esso risulti un quadro chiaro e corretto della società quotanda.

Come abbiamo già sottolineato precedentemente, il prezzo di quotazione è il risultato di un processo complesso che parte dal pitch e si conclude con il collocamento dei titoli azionari in borsa. Si parte da un range di valori abbastanza ampio che, con il progredire del processo, si assottiglia sempre più, come avremo

modo di vedere durante il prosieguo dell'elaborato. Anche la fase di due diligence, chiaramente, risulta fondamentale nel raggiungimento di tale obiettivo. Tutte le analisi che vengono svolte, infatti, durante la due diligence hanno proprio lo scopo di definire con maggiore precisione il reale valore della società quotanda, valore che era stato già inizialmente definito al momento del pitch ma che, per ragioni ovvie, che abbiamo già trattato, non può che essere approssimativo. La fase di due diligence, quindi, ha come scopo proprio quello di rivedere le stime sul valore della società effettuate al momento del pitch per poter restringere quel range di cui parlavamo. La valutazione si basa su dati contabili storici e prospettici, valutazioni macroeconomiche e di natura competitiva che permettono di inquadrare la reale forza ed il reale posizionamento della società in confronto ai maggiori competitors della stessa presenti sul mercato. Grazie alle informazioni che si raccolgono durante il processo di due diligence, i soggetti preposti alla valutazione del società, ovvero analisti finanziari, rappresentanti di corporate finance ed equity capital markets, riescono ad individuare un range maggiormente ristretto entro il quale viene ricompreso il valore teorico della società in oggetto, da cui dipenderà, strettamente, il prezzo di quotazione delle azioni.



Tale range di prezzo verrà riportato all'interno del prospetto informativo ed utilizzato come base per un dialogo con i potenziali investitori interessati all'acquisto delle azioni della società emittente. Attraverso la valutazione, la società si pone l'obiettivo di definire un valore per il suo capitale economico, in altri termini si cerca di stimare il **fair value** della stessa, dal quale poi ricavare il prezzo di quotazione. La valutazione è il risultato di una serie di metodologie basate su aspetti reddituali, patrimoniali e finanziari.

Codesto elaborato non ha l'obiettivo di analizzare le varie metodologie valutative utilizzate dagli analisti per stimare il valore del capitale economico di una società. Pertanto non ci soffermeremo molto su questo punto ma ci limiteremo ad elencare le metodologie maggiormente utilizzate e le loro principali caratteristiche. Nello specifico, possiamo affermare che i metodi più comuni tra gli analisti finanziari sono i seguenti:

- **metodo dei multipli**, semplice e in grado di offrire una diretta comparabilità tra competitors presenti sullo stesso segmento di mercato. I multipli si basano su un principio molto semplice secondo il quale il valore di una società non è altro che il multiplo di una variabile. Possiamo dividere, i multipli, sostanzialmente, in due categorie: i multipli basati sull'enterprice value e quelli basati sul patrimonio netto (o equity). A seconda del segmento di mercato in cui opera la società muta la variabile presa in considerazione per stimare il valore della società. Vi sono settori, infatti, in cui il valore di una società dipende dal fatturato generato, altri in cui dipende dall'EBIT, altri ancora in cui dipende da variabili finanziarie come i cash flow. Un tipico multiplo utilizzato sui mercati è il rapporto tra il prezzo e l'equity. Per valutare una società, bisogna calcolare il multiplo medio dei comparables, ovvero delle società maggiormente simili a quella oggetto di valutazione e applicarlo alla variabile di bilancio, in questo caso l'equity, della stessa. Così otterremo il valore che il mercato attribuisce alla società quotanda. E' possibile dimostrare, ma non è questa la sede,

che il multiplo che il mercato attribuisce ad una società non è altro che l'inverso del costo del capitale che lo stesso mercato riconosce alla società oggetto di valutazione;

- **discounted Cash Flow (DCF)**, una metodologia basata sul concetto dello sconto dei cash flow generati dalla società. Il tasso cui vengono scontati i suddetti flussi di cassa riflette il costo del capitale della società ed è definito WACC (weighted average cost of capital), ovvero costo medio ponderato del capitale. Alternativamente se si prendono in considerazione i soli flussi di cassa destinati agli azionisti, allora bisogna scontarli ad un tasso che esprime esclusivamente il rendimento richiesto dagli azionisti, ovvero il costo della sola componente equity del capitale della società. Essendo i cash flow stimabili solo per un orizzonte temporale limitato (3-5 anni) il valore della società viene calcolato scontando i suddetti cash flow stimati per i prossimi 3-5 anni alla cui somma viene poi aggiunto un valore residuale, che solitamente viene calcolato con la formula della rendita perpetua a tasso costante, ove la rata è rappresentata dall'ultima stima di cash flow disponibile.

Le due metodologie menzionate sono certamente quelle maggiormente utilizzate ma non sono le uniche. Solitamente in un processo di stima del valore di una società vengono utilizzate entrambe le metodologie ed in particolar modo lo sconto dei flussi di cassa rappresenta il metodo principale mentre il metodo dei multipli viene utilizzato come confronto. Se, infatti, con entrambe le metodologie si giunge ad un valore simile del capitale della società, allora vuol dire che la stima è stata, verosimilmente, effettuata in modo corretto.

Oltre alle menzionate metodologie se ne possono citare altre che vengono utilizzate in maniera meno frequente come l'**EVA** (economic value added), il **Dividend Discounted Model** o più semplicemente il **metodo delle Transaction Multiples**, che utilizza, come metro di paragone per stimare il valore di una società, transazioni non avvenute sul mercato dei capitali ed aventi ad oggetto

comparables, ovvero società molto simili a quella oggetto della stima. Certamente, in un contesto di IPO la metodologia basata sui multipli di borsa rappresenta quella maggiormente utilizzata per stimare il valore di una società. Come vedremo, però, il prezzo di quotazione finale non dipende esclusivamente da suddetta stima ma da numerose altre variabili che hanno un'importante impatto, positivo o negativo, su quello che sarà l'effettivo prezzo al quale avverrà il collocamento del titolo azionario in borsa.

Ritornando alla trattazione riguardante la fase di due diligence, bisogna dire che essa non è funzionale solo ed esclusivamente alla definizione di un più ristretto range di valori all'interno del quale ricomprendere il prezzo finale di collocamento. Essa, infatti, è funzionale anche alla preparazione del **documento d'offerta (o prospetto informativo)**, ovvero il documento ufficiale attraverso cui la società quotanda effettua l'offerta al pubblico degli investitori. Qualunque società intenda quotarsi sui mercati regolamentati, infatti, è tenuta ad esperire due istruttorie, una presso Borsa Italiana, al fine di ottenere l'ammissione alle negoziazioni, e l'altra presso la Consob, con lo scopo di ottenere, entro 60 giorni, il nulla osta per la pubblicazione dello stesso prospetto informativo. Il periodo di adesione all'offerta pubblica non può avere inizio prima della pubblicazione del prospetto informativo. Tale documento, dunque, risulta essere fondamentale per entrambe le istruttorie e contiene al proprio interno tutte le informazioni necessarie relative all'emittente e alle caratteristiche dell'offerta che la società quotanda vuole porre in essere. Occorre ricordare che, nel caso di offerta rivolta esclusivamente agli investitori istituzionali, il prospetto viene redatto comunque, anche se in forma semplificata e prende il nome di **offering circular**. In tal caso il documento non è sottoposto allo scrutinio della Consob. Nel caso di offerta internazionale, invece, vengono redatte due versioni del suddetto documento. Uno per l'offerta domestica, ed un altro, definito **international offering circular**, redatto in lingua inglese, per il mercato internazionale. Il compito di disciplinare in maniera puntuale il contenuto del prospetto informativo è demandato alla Consob. L'art. 94 comma 2 del TUF stabilisce che il documento in oggetto deve

contenere tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Riassumendo, dunque, il prospetto informativo assolve ad una duplice funzione. E' innanzitutto un documento di marketing che serve a informare in modo veritiero e corretto il mercato, ma è anche un documento di responsabilità in quanto, come abbiamo accennato precedentemente, prevede che emittente, offerente o eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, rispondano, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute all'interno del prospetto informativo.

Il prospetto informativo può essere redatto in forma di documento unico o di tre documenti distinti che sono:

- **nota di sintesi;**
- **documento di registrazione;**
- **nota informativa sugli strumenti finanziari.**

La **nota di sintesi** è un documento che spiega in breve i rischi e le caratteristiche principali dell'emittente, degli eventuali garanti e degli strumenti finanziari. Il suo preciso contenuto non è disciplinato ma deve, di certo, essere redatto in un linguaggio non tecnico in modo tale da favorirne la comprensione da parte dei lettori. Di certo da esso devono emergere le caratteristiche dell'offerta, informazioni fondamentali in merito alla situazione economico-finanziaria dell'emittente, la situazione patrimoniale dello stesso, oltre che i fattori di rischio legati alla suddetta operazione.

Per quanto concerne il **documento di registrazione**, invece, esso contiene tutta una serie di informazioni riguardanti l'emittente, tra cui la sua storia, l'attività

svolta e i principali mercati in cui opera. In tale documento vengono messi in evidenza la situazione economico-finanziaria della società, la dotazione di capitale e i fattori di rischio derivanti dall'attività svolta e dalla situazione dell'emittente stesso. In particolar modo, all'interno del prospetto informativo devono essere riportati i dati economici patrimoniali e finanziari relativi agli ultimi 3 esercizi. Di questi, secondo il regolamento comunitario n. 809/2004, tutti devono essere sottoposti a revisione contabile e gli ultimi 2, in aggiunta, devono essere redatti e presentati secondo una forma coerente con quella che, poi, sarà adottata per i successivi bilanci annuali che verranno pubblicati dall'emittente per quanto concerne i principi contabili, le politiche di bilancio e la normativa applicabili a tali bilanci. La stessa normativa prevede di presentare gli ultimi 2 bilanci redatti anche secondo i principi contabili internazionali, ovvero secondo gli IAS/IFRS. Inoltre sono richieste informazioni riguardanti gli organi amministrativi, il top management ed i dipendenti, al fine di consentire una valutazione in termini di esperienza, qualifiche, remunerazione e rapporti con la società emittente. Infine in suddetto documento vengono riportate informazioni sui più importanti azionisti, su operazioni concluse dall'emittente con parti correlate ed altre informazioni accessorie relative all'atto costitutivo, allo statuto, alle partecipazioni.

Infine, abbiamo la **nota informativa sugli strumenti finanziari** che ha lo scopo di fornire informazioni molto dettagliate riguardanti l'offerta e i titoli oggetto di quest'ultima. Innanzitutto vengono spiegate le motivazioni che hanno portato la società a presentare la suddetta offerta e l'utilizzo che verrà fatto degli introiti derivanti dall'adesione alla stessa da parte degli investitori. In merito alle caratteristiche delle azioni che vengono offerte al pubblico bisogna evidenziarne la tipologia, i diritti, il trattamento fiscale e così via. Per quanto riguarda, invece, le caratteristiche dell'offerta, gli aspetti di maggiore rilievo sono rappresentati dall'ammontare offerto, dal periodo di adesione all'offerta, dalla modalità di assegnazione delle azioni, dalle modalità di pagamento e di consegna, dalla fissazione del prezzo. Vengono inoltre riportate, in tale documento, ulteriori

informazioni riguardanti il processo di quotazione più in generale, come a esempio il mercato sul quale verranno ammesse le negoziazioni dei titoli in oggetto, la data in cui prenderanno avvio le negoziazioni ed eventuali attività di stabilizzazione che verranno poste in essere per ridurre la volatilità del titolo una volta quotato in borsa. Infine devono essere riportate informazioni relative ai soggetti che si occuperanno del collocamento delle azioni, individuando eventuali clausole di lock-up e le loro caratteristiche, alle spese legate all'operazione, agli effetti di diluizione sul capitale derivanti dall'offerta ed altre informazioni accessorie. Nel caso in cui il prezzo e la quantità di azioni offerta al pubblico non siano state ancora definite, possono non essere riportate nel prospetto informativo ma comunicate successivamente attraverso avvisi integrativi dello stesso. In tal caso, però, il prospetto informativo deve riportare i criteri e le modalità che saranno utilizzate dalla società per determinare prezzo e quantità, oppure, nel caso del prezzo, può riportare il prezzo massimo di vendita. Quest'ultima modalità, definita dell'open price, è quella maggiormente utilizzata al giorno d'oggi. Viene, infatti, inizialmente, fissato il solo prezzo massimo, mentre il prezzo effettivo di vendita delle azioni verrà fissato più in là nel tempo e, precisamente, al termine del periodo di adesione all'offerta. Come tutto ciò avvenga, sarà oggetto di discussione dei successivi paragrafi.

E' bene ribadire che non necessariamente il prospetto informativo debba essere composto da tre distinti documenti, di cui abbiamo appena detto, ma può consistere anche in un unico documento al cui interno sono riportate tutte le informazioni rilevanti previste dal regolamento.

Data la finalità del prospetto informativo di fornire agli investitori un'informativa chiara e corretta riguardo l'operazione, in modo tale da permettere agli stessi di prendere le decisioni d'investimento in modo consapevole, risulta essere fondamentale, all'interno del suddetto documento, la parte relativa all'analisi dei fattori rischio insiti nell'operazione, connessi tanto alle caratteristiche dell'emittente quanto alla natura degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta. I

fattori di rischio che maggiormente possono caratterizzare un'IPO sono legati alla specificità del settore in cui opera l'emittente e i prodotti commercializzati, dalle caratteristiche proprie della società quotanda e dall'impossibilità di garantire la perfetta efficienza dei mercati in termini di liquidità del titolo.

Una volta predisposta la documentazione necessaria prende avvio la fase istruttoria presso Borsa Italiana e Consob. Si tratta di un processo attraverso cui la società quotanda e lo sponsor interagiscono con i suddetti soggetti istituzionali predisposti al controllo dei requisiti formali e sostanziali e all'applicazione della normativa di riferimento. Obiettivo ultimo di questa fase è quello di ottenere il nulla osta da parte degli organi di controllo in modo tale che le azioni possano essere ammesse alle negoziazioni in Borsa. A tal fine lo sponsor presenta la domanda di ammissione, da esso stesso sottoscritta, a Borsa Italiana, allegando ad essa tutta la documentazione richiesta.

Il processo di approvazione da parte dell'organo di controllo varia a seconda delle giurisdizioni, pertanto è fondamentale che all'interno del *timetable* si tenga conto del tempo necessario all'approvazione per poter determinare e coordinare la calendarizzazione di tutti i processi che compongono la fase preparatoria alla quotazione. Entro 2 mesi dal momento in cui viene presentata la domanda a Borsa Italiana, quest'ultima è chiamata a deliberare l'ammissione o il rigetto della domanda. Tale termine bimestrale può essere soggetto ad interruzione nel caso in cui l'emittente non presenti, nei tempi prestabiliti le eventuali ulteriori informazioni e dati richiesti da Borsa Italiana. In tal caso il decorrere del termine riprende dal momento in cui tali informazioni vengono presentate a Borsa Italiana. Il processo, dunque ha una durata variabile che solitamente oscilla tra i 2 e i 3 mesi e che si conclude con il provvedimento di ammissione da parte di Borsa Italiana ed il nulla osta da parte della Consob in un secondo momento.

Borsa Italiana, ai sensi del proprio regolamento potrebbe respingere la domanda di ammissione se si dovessero verificare le seguenti ipotesi:

- le caratteristiche dello strumento finanziario sono tali da far ritenere che non si possa formare un mercato regolare;
- l'emittente, avendo già emesso altri strumenti finanziari ammessi alla quotazione, risulta inadempiente agli obblighi connessi alla quotazione stessa;
- vi sono fatti e dati idonei a pregiudicare gravemente la situazione e l'andamento della gestione dell'emittente;
- la situazione dell'emittente al momento dell'ammissione alla quotazione è tale da rendere l'ammissione stessa contraria all'interesse degli investitori, con riferimento, in particolar modo, a gravi squilibri nella struttura finanziaria.

Come anticipato, anche la Consob è chiamata a svolgere un proprio iter di istruttoria, al fine, come detto, del rilascio del nulla osta per la pubblicazione del prospetto informativo, senza il quale non possono avere inizio le negoziazioni. Nonostante l'attività della Consob sia concomitante con quella di Borsa Italiana, quest'ultima è parte integrante del processo di due diligence ed è soggetta ai poteri della Consob che si concretizzano nell'approvazione del prospetto e nel diritto di veto esercitabile nei confronti di Borsa Italiana entro 5 giorni dall'emissione del provvedimento di ammissione alla quotazione. Secondo quanto stabilito dal *Regolamento emittenti*, la Consob entro 20 giorni lavorativi dal provvedimento di ammissione da parte di Borsa Italiana, è chiamata a rilasciare il nulla osta per la pubblicazione del prospetto informativo, qualora, ovviamente, vengano rispettati i requisiti previsti. Tale termine può essere soggetto a sospensioni nel caso in cui vengano richieste informazioni integrative dalla Consob.

Ottenuto il nulla osta da parte della Consob, bisogna procedere con la pubblicazione del prospetto informativo, la cui copia originale deve essere depositata presso la Consob e resa disponibile al pubblico, secondo quanto previsto dal *Regolamento emittenti*, attraverso le seguenti modalità:

- inserimento in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione;
- in forma stampata e gratuita presso la sede legale dell'emittente, gli uffici dei soggetti incaricati del collocamento o la sede del mercato in cui è richiesta l'ammissione;
- sul sito web dell'emittente e degli intermediari incaricati del collocamento;
- sul sito web del mercato su cui è richiesta l'ammissione.

Per quanto a noi maggiormente interessa, ovvero relativamente alle attività svolte dallo sponsor, occorre dire che anch'esso, come avevamo anticipato, ha delle responsabilità ben definite all'interno del processo di istruttoria. Come avevamo già visto nel capitolo precedente analizzando gli obblighi dello sponsor secondo la normativa in vigore, infatti, quest'ultimo è chiamato a rilasciare una serie di dichiarazioni e di attestazioni riguardanti il sistema di controllo di gestione adottato dalla società quotanda, la responsabilità degli amministratori, l'informativa e i dati previsionali. Quest'ultimo punto, in particolar modo è caratteristico della normativa italiana, la quale richiede che vengano prodotti dei dati sulle performance attese all'interno del piano industriale. Possiamo, dunque, affermare che lo sponsor partecipa in maniera molto importante alle attività di due diligence, con lo scopo, anche, di ridurre il rischio di fornire informazioni errate agli investitori che potrebbero, in tal caso, ricorrere in tribunale contro lo stesso sponsor e gli altri soggetti partecipanti all'IPO in veste di consulenti ed intermediari.

Col termine della fase di due diligence inizia la fase esecutiva del processo di quotazione che porterà all'effettivo collocamento del titolo azionario in borsa.

2.4 Il piano di marketing e l'investors education

Durante il periodo in cui vengono svolte dalla società quotanda le istruttorie presso Consob e Borsa Italiana, inizia la fase esecutiva del processo di IPO che, in caso di esito positivo, porterà, come anticipato, al collocamento del titolo azionario dell'emittente sul mercato. E' in questa fase che vengono svolte le attività di marketing volte ad avvicinare gli investitori all'offerta e a convincere questi ultimi del valore del titolo e delle sue prospettive di crescita. Si tratta, dunque, di una fase fondamentale che determina gran parte del successo dell'operazione dato che lo stesso viene giudicato in base al numero degli investitori aderenti all'offerta. Maggiore sarà il numero di investitori che aderiscono all'offerta ed il numero della azioni richieste, maggiore sarà il successo dell'operazione, in quanto il mercato attribuisce un valore importante alla società quotanda, il che permette anche di richiedere un prezzo di quotazione più elevato, secondo quelle che sono le note regole di mercato dell'equilibrio tra domanda e offerta. Chiaramente, come abbiamo già ampiamente chiarito, gli investitori decidono di partecipare o meno all'offerta in base alle caratteristiche della stessa, e in base a tutte le informazioni che hanno riguardo l'offerta e l'emittente; informazioni contenute all'interno del prospetto informativo. Gli investitori, dunque, fanno affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute all'interno di questo importante documento. E' interesse dei redattori di tale documento riportare tutte le informazioni, di cui sono entrati in possesso attraverso le varie attività di analisi e di due diligence, in modo veritiero e corretto in quanto sono responsabili di quanto dichiarato in suddetto documento.

Al fine di suscitare interesse presso i potenziali investitori, dunque, bisogna progettare ed implementare un'efficace attività di marketing. Il primo passo consiste nell'istituzione di un consorzio di collocamento che rappresenta la rete distributiva di cui si servirà la società emittente per pubblicizzare e collocare le proprie azioni. Un consorzio di collocamento è composto da intermediari

finanziari (per lo più banche e broker) organizzati secondo una precisa gerarchia che definisce i ruoli e le responsabilità di ciascuno di essi, oltre che le retribuzioni. Analizzeremo con attenzione ogni aspetto relativo ai consorzi di collocamento nel capitolo successivo mentre ora anticiperemo solo gli aspetti funzionali al prosieguo della trattazione.

I partecipanti ad un consorzio di collocamento prendono parte al processo in momenti differenti a seconda del loro livello di seniority. In particolar modo, i soggetti con seniority maggiore, ovvero sponsor/global coordinator e bookrunners sono coinvolti fin dall'inizio del processo, mentre gli altri entrano in gioco solitamente a partire dalla presentazione organizzata per gli analisti finanziari e nella fase di marketing operativo. Obiettivo del consorzio è quello di diffondere in maniera capillare l'offerta, riducendo, così, il rischio di insuccesso della stessa. Solitamente, il global coordinator rappresenta anche il capofila del consorzio di collocamento e, dunque, si occupa anche dell'organizzazione e del coordinamento delle attività dello stesso e funge da rappresentante nei rapporti con l'emittente.

Come avremo modo di vedere, esistono differenti tipologie di consorzi di collocamento che si differenziano in base alle attività che sono chiamati a svolgere ed alle responsabilità che gli vengono attribuite. Di certo il numero di partecipanti ad un consorzio di collocamento dipende in gran parte dalla dimensione dell'offerta. In che modo vengano scelti i partecipanti ad un consorzio, quali ruoli gli vengono attribuiti e di quali responsabilità vengono gravati sono argomenti di cui parleremo nel capitolo successivo. Ora ci concentreremo, invece, sulle attività più propriamente di marketing.

Gli aspetti principali di un piano di marketing sono, senza dubbio, il messaggio che si vuole inviare al mercato e le modalità attraverso cui lo stesso messaggio viene diffuso con lo scopo di massimizzare l'interesse dei potenziali investitori. Le decisioni riguardanti il piano di marketing vengono influenzate da numerose variabili e sono il frutto di un processo di raccolta di informazioni provenienti

dall'analista finanziario, dalla due diligence, dalla comprensione delle dinamiche patrimoniali, finanziarie ed economiche e, non ultimo, dal feedback raccolto dai vari interlocutori di mercato con cui la società è in contatto.

Gli obiettivi di un piano di marketing sono numerosi e tra questi ricordiamo:

- identificazione di azionisti di riferimento stabili che possano trainare l'offerta;
- fornire agli investitori un adeguato quadro informativo per permettere loro di prendere le loro decisioni in maniera consapevole e sulla base di informazioni disponibili e verificabili;
- creare interesse intorno all'offerta e generare presso gli investitori quello che viene definito senso di "need to have" che spinge gli investitori ad acquistare le azioni della società quotanda;
- generare competizione tra gli acquirenti in modo tale da massimizzare il prezzo di quotazione;
- creare le condizioni affinché venga mantenuto un certo interesse per la società anche successivamente al collocamento dei titoli azionari, ovvero sul mercato secondario o *aftermarket*.

I partecipanti al consorzio di garanzia devono partecipare attivamente alla definizione del piano di marketing, in modo tale che lo stesso risulti essere ampiamente condiviso dalle parti in gioco. In particolar modo i membri senior saranno quelli che coordineranno l'intero processo, dalla pianificazione all'implementazione del piano fino al collocamento delle azioni. Tra di essi rientrano chiaramente i bookrunners, uno dei quali, quasi certamente, coinciderà con lo sponsor. Pertanto anche in tale fase, a conferma di quanto l'elaborato si propone di dimostrare, lo sponsor gioca un ruolo fondamentale e partecipa attivamente alle varie attività con l'obiettivo ultimo di massimizzare la performance dell'intero processo di quotazione.

Le attività principali di un piano di marketing consistono nella caratterizzazione dell'**equity story** e nella definizione di una strategia volta ad avvicinare, educare e convincere i potenziali investitori della bontà dell'offerta in un processo definito **price discovery**. Per quanto concerne l'equity story, esso serve ad evidenziare le caratteristiche della formula imprenditoriale e modello economico utilizzato dalla società quotanda, evidenziando punti di forza e di debolezza della stessa. Nonostante non esista un format predefinito per la formazione di un'equity story, solitamente esso ingloba informazioni riguardanti il posizionamento dell'emittente all'interno del settore in cui opera, un'analisi comparativa con i maggiori competitors ed una valutazione delle opportunità di crescita, sia da un punto di vista macro che da un punto di vista micro economico. E' fondamentale, dunque, che l'equity story venga redatto in maniera efficace e coerente e che sia adatto alla propensione al rischio che caratterizza gli investitori in quel particolare momento storico. Il piano di marketing, come anticipato, rappresenta anche uno strumento per definire le metodologie attraverso cui educare gli investitori che verranno accompagnati durante l'intera fase del processo di quotazione attraverso contributi forniti dalla società (sia scritti che orali) e da altri soggetti specializzati come gli analisti finanziari, i membri del consorzio di collocamento ed il management stesso della società.

Ritornando alla più generale fase di esecuzione del processo di IPO, esso può essere suddiviso nelle seguenti fasi:

- **pubblicazione della ricerca e annuncio al mercato;**
- **investors education;**
- **definizione del price range;**
- **roadshow e bookbuilding;**
- **pricing and allocation;**
- **closing e listing.**

Quando parliamo di esecuzione intendiamo tutte quelle attività intraprese dalla società quotanda che hanno il fine di comunicare al mercato gli obiettivi del progetto e le motivazioni che l'hanno spinta a valutare la possibilità di aprire al capitale di terzi. Suddetta fase dura all'incirca dalle 4 alle 5 settimane e ciò dipende dalla dimensione dell'offerta, dal mercato geografico di riferimento, dall'intensità delle attività di marketing che vengono implementate e dal feedback che si raccoglie progressivamente dal mercato. Nel caso in cui l'offerta coinvolga la sollecitazione al pubblico risparmio, chiaramente, l'esecuzione del piano di marketing sarà fortemente influenzato dalla normativa vigente che potrà avere anche un'importante impatto sulla definizione del prezzo e sulla durata delle attività. In Italia, in particolar modo, la normativa prevede che, nel caso in cui l'offerta sia rivolta anche agli investitori retail, la società deve comunicare un prezzo massimo piuttosto che un range di prezzo, come vedremo.

Gli analisti finanziari del consorzio di collocamento, sulla base dell'equity story, che viene presentato loro dalla società emittente e dal global coordinator, e di altre eventuali informazioni acquisite indipendentemente, effettuano una propria ricerca sul titolo offerto dall'emittente. Si tratta, nello specifico, di uno studio sulla situazione economico-finanziaria della società e rappresenta, come detto, uno dei fattori che maggiormente influenzerà le scelte dei potenziali investitori circa l'adesione all'offerta. L'analista, infatti, può essere considerato come il primo interlocutore ad avviare la fase di **investors education** fornendo agli investitori, appunto, le opportune e necessarie informazioni fino al momento in cui avverrà l'incontro con il management dell'emittente durante il roadshow.

Il documento di ricerca si pone i seguenti obiettivi :

- argomentare l'equity story, soffermandosi sui punti di forza della società quotanda e sugli aspetti critici sui quali, invece, il management dovrà intervenire;

- fornire indicazioni sulla crescita della società in base al quadro normativo di riferimento, alla giurisdizione locale ed alle informazioni incluse all'interno del documento di offerta;
- fornire ai potenziali investitori le informazioni di base per una valutazione indipendente che includa le ragioni che hanno portato l'analista finanziario a definire quel determinato range di valori all'interno del quale, verosimilmente, verrà ricompreso il prezzo di quotazione delle azioni;
- facilitare il lavoro dei soggetti che si occuperanno di contattare i potenziali investitori per organizzare il roadshow attraverso il quale promuovere e diffondere l'offerta.

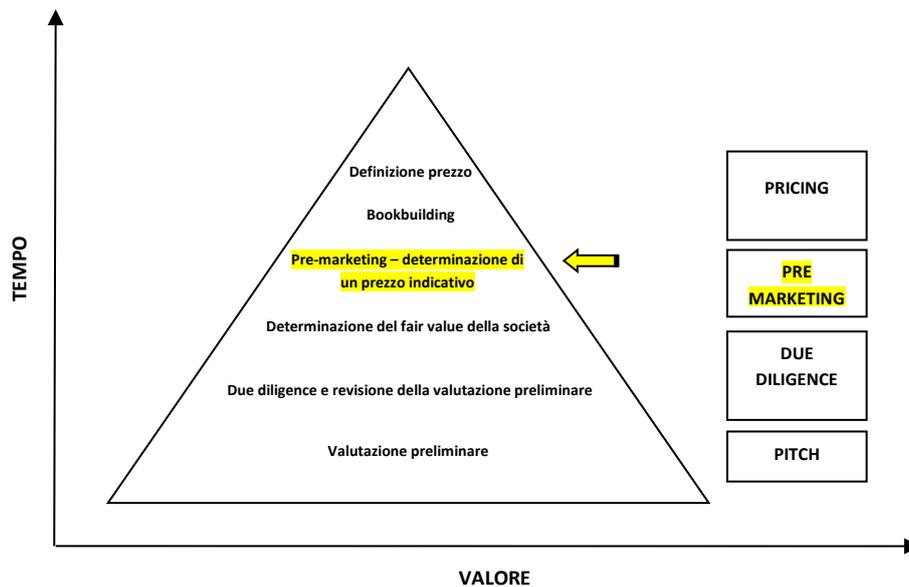
Le ricerche prodotte e pubblicate dagli analisti finanziari nell'ambito di un contesto di IPO sono molto più complesse rispetto a quelle aventi ad oggetto società già quotate. Tale maggiore difficoltà deriva dal fatto che il loro contenuto è fortemente regolamentato in modo tale da evitare che esse riportino informazioni aggiuntive e/o differenti rispetto a quelle contenute all'interno del prospetto informativo che resta, comunque, l'unico documento ufficiale sottoposto a verifiche formali e sostanziali da parte dei consulenti legali e finanziari coinvolti all'interno del processo di quotazione. Il ruolo ed il ranking pubblico dell'analista finanziario sono di indiscutibile importanza in quanto non solo garantiscono che le ricerche prodotte siano frutto di analisi corrette, ma potrebbero anche catturare l'attenzione di compagini istituzionali importanti avvicinandole all'offerta, soggetti che a loro volta rappresentano un punto di riferimento per le altre tipologie di investitori. Potrebbe, dunque, generarsi un effetto a cascata che inciderebbe positivamente sulla performance dell'operazione. Un'analista finanziario, dunque, che gode di un'ottima reputazione è visto dal mercato come un aiuto per la comunità finanziaria, in quanto è in grado di rappresentare in modo chiaro aspetti fondamentali riguardanti la società emittente ed il settore in cui la stessa opera. L'analista finanziario, seppur appartenente alle banche che si occupano del collocamento

delle azioni, viene visto, come avevamo anticipato nel capitolo precedente, come un soggetto terzo in grado di influenzare fortemente la performance dell'intero processo di quotazione. Per tale motivo la società quotanda deve cercare di coinvolgere e convincere l'analista finanziario al pari di un potenziale investitore, poiché quanto più interessante risulterà la società emittente per l'analista finanziario, tanto più quest'ultimo sarà incentivato a produrre una ricerca di elevata qualità e, di conseguenza, tanto più facilmente si riuscirà ad attrarre l'attenzione degli investitori.

La ricerca viene, poi, distribuita dagli analisti finanziari ai potenziali investitori nell'ambito di una serie di incontri informali che costituiscono la vera e propria attività di pre-marketing. I principali obiettivi che vengono perseguiti attraverso suddetta attività sono, sostanzialmente, i seguenti:

- comprendere la percezione del mercato verso il settore e l'equity story della società quotanda;
- rafforzare i punti di forza dell'offerta ed identificare i dubbi e le perplessità degli investitori per cercare di modificare le caratteristiche dell'offerta in modo tale da renderla più rispondente alle aspettative degli stessi investitori prima del momento in cui inizieranno gli incontri ufficiali durante la fase di roadshow;
- perfezionare la lista degli investitori target ed ottimizzare la programmazione degli incontri one to one durante il roadshow;
- ottenere feedback ed individuare un range di prezzo indicativo per raccogliere le indicazioni di interesse da parte degli investitori istituzionali durante il processo di bookbuilding.

Riprendendo la nostra piramide del valore, dunque, possiamo notare come, effettivamente, le attività di pre-marketing aiutino a restringere ulteriormente il range di valore che viene attribuito alla società quotanda e, dunque, ad avere un'idea più precisa riguardo quello che sarà il prezzo al quale verranno collocate le azioni sul mercato primario.



Una volta pubblicata la ricerca, gli analisti finanziari sono tenuti a rispettare il cosiddetto *black out period*, ovvero un periodo durante il quale devono astenersi dal pubblicare un qualsiasi altro studio effettuato sulla società quotanda. Tale periodo va dalla pubblicazione della ricerca, appunto, che solitamente anticipa la pubblicazione del prospetto informativo di un paio di settimane, fino a quaranta giorni dopo la chiusura dell'offerta.

La fase del pre-marketing è caratterizzata da quel processo educativo implementato dalla forza vendite e dall'analista finanziario nei confronti dei potenziali investitori che potranno, poi, decidere di incontrare il management della società quotanda in fase di roadshow. La durata e l'intensità di essa, chiaramente, varia a seconda delle dimensioni dell'offerta. Per offerte di medie dimensioni la durata è di circa 10 giorni, durante i quali avvengono tra i 50 ed i 200 incontri, che sappiamo essere di natura informale, con gli investitori. Per offerte di medie dimensioni, si intendono offerte comprese tra i 400 e i 500 milioni di euro.

L'investors education è di fondamentale importanza in quanto rappresenta l'inizio del processo di *price discovery*. La sua importanza, però, non implica che sia ammessa in ogni giurisdizione. Negli USA ed in Giappone, ad esempio, non è ammessa suddetta attività di pre-marketing. In Giappone, addirittura, è consuetudine del mercato non rivelare nemmeno il nome della società quotanda fino al momento del roadshow.

Gli obiettivi dell'attività di pre-marketing sono diversi e molto importanti. In particolar modo la società quotanda si prefigge di:

- iniziare a promuovere l'equity story;
- capire come il mercato valuta la società e la propria offerta;
- focalizzarsi sugli *anchor investors*, ovvero sugli investitori più importanti che rappresentano il nocciolo duro dell'operazione e che fungeranno da fattore trainante per gli investitori più modesti;
- selezionare investitori di lungo periodo cui presentare il management;
- capire se il mercato è in grado di assorbire l'intera offerta;
- iniziare un processo di price discovery con l'obiettivo di individuare un range di prezzo all'interno del quale, verosimilmente, potrà collocarsi il prezzo effettivo di quotazione, e che verrà utilizzato durante la fase di roadshow;
- assicurarsi che il roadshow venga gestito in maniera efficace e che il management sia in grado di gestire talune aree critiche durante tale fase;
- identificare aree critiche o punti di debolezza dell'offerta sulle quali il management deve essere preparato.

Chiaramente anche la fase di pre-marketing segue una propria caratterizzazione ben precisa. Innanzitutto c'è bisogno di programmare la tempistica, gli investitori chiavi da incontrare, i Paesi da visitare, ed ogni aspetto di natura logistico-organizzativa. Ciò che, ovviamente, può risultare premiante, in questa determinata fase, è concentrarsi sugli investitori che potrebbero rappresentare il nocciolo duro degli acquirenti. Pertanto è fondamentale riuscire ad individuarli

nel modo corretto basandosi su una serie di criteri come la loro attività sul mercato azionario (sia primario che secondario), il loro portafoglio, gli investimenti effettuati in società comparables, le disponibilità finanziarie, e così via. In ciò, chiaramente, risulta di fondamentale importanza il lavoro svolto dai componenti del consorzio di garanzia, in quanto sono i soggetti maggiormente vicini ai potenziali investitori coi quali stringono rapporti anche di lungo periodo e dei quali, dunque, conoscono le caratteristiche e le preferenze.

Per affrontare nel migliore dei modi la fase di investors education bisogna preparare tutto il materiale necessario, tra cui, in particolar modo, la ricerca svolta dall'analista finanziario, di cui abbiamo già detto, ed una presentazione, anch'essa preparata dall'analista finanziario col sostegno di specialisti di corporate finance e di ECM, che includa tutta una serie di informazioni riguardanti l'opportunità di investimento in oggetto. Una volta sistemato tutto il necessario prende avvio la fase di incontri informali con i potenziali investitori. Si tratta di un'attività di primaria importanza in quanto utilizzata per raccogliere feedback dai potenziali investitori e costruire quel range di prezzo di cui abbiamo detto in precedenza. Tutti gli attori coinvolti in questa fase e, dunque, la forza vendite in primo luogo, devono essere consapevoli della delicatezza e dell'importanza del loro ruolo in tale fase in quanto è in detto momento che si capisce se un'eventuale offerta da parte della società quotanda può avere successo o meno. Questa fase rappresenta un'opportunità importante per il coordinatore dell'offerta, in quanto può mostrare al suo cliente, ovvero la società quotanda, di essere in grado di gestire in modo efficiente l'intero processo di quotazione e, dunque, guadagnarsi maggiore fiducia. Ciò fa sì che si possa iniziare nel migliore dei modi la discussione riguardo il range di prezzo su cui puntare durante il roadshow.

Solitamente tutte le informazioni che vengono raccolte vengono ricomprese all'interno di un documento che tende ad essere standardizzato e che presenta informazioni riguardanti:

- condizioni del mercato;
- obiettivi dell'esercizio;
- sommario degli incontri;
- sommario del feedback ricevuto;
- feedback dettagliato per singolo investitore;
- considerazioni riguardanti la valutazione della società emittente;
- raccomandazioni sul prezzo di quotazione.

Come anticipato, dunque, il pre-marketing ha tra gli obiettivi principali quello di definire un range di prezzo che verrà, poi, utilizzato come riferimento dagli investitori durante il roadshow. In realtà tale range potrebbe essere definito anche direttamente durante la fase del roadshow nel caso in cui il price discovery non risultasse efficiente durante l'investors education. Il range di prezzo, comunque, presenta, solitamente, un'ampiezza del 15-25%, di cui il prezzo minimo rappresenta un margine di sicurezza contro gli shock imprevisti del mercato, il valore medio rappresenta la valutazione che il mercato attribuisce alla società in base ai feedback raccolti nella fase di pre-marketing e, infine, il prezzo massimo rappresenta il prezzo al quale la società ed il responsabile del collocamento aspirano a collocare le azioni sul mercato, lasciando comunque spazio per futuri apprezzamenti del titolo che mostrerebbero una performance positiva associata al processo di IPO implementato. Il range di prezzo, dunque, rappresenta un punto di riferimento per gli investitori, in fase di roadshow, sulla base del quale fondare le proprie decisioni d'investimento. Chiaramente, tale range potrebbe essere soggetto a variazioni nel caso in cui dovessero giungere nuovi e differenti feedback dal mercato.

Da quanto emerso, in tale fase, a differenza del roadshow che, come vedremo, prevede un coinvolgimento maggiore della società emittente per il tramite del proprio management, il ruolo principale viene svolto dal coordinatore dell'offerta e dai soggetti facenti parte del consorzio di collocamento. Il global coordinator, che nell'ambito del nostro studio coincide con la figura dello

sponsor, chiaramente, ha responsabilità maggiori rispetto agli soggetti citati dato il suo ruolo. Essendo maggiori le responsabilità, sarà maggiore anche il suo impegno al fine di giungere ad un'elevata efficienza nell'implementazione di suddette attività. E' suo particolare interesse, infatti, come anticipato, che la fase di pre-marketing venga svolta nel migliore dei modi perché permette di percepire se il mercato dà credito o meno all'offerta, ed è il momento in cui lo sponsor/global coordinator può mostrare tutta la sua esperienza e le proprie capacità, guadagnandosi, così, piena fiducia da parte della società quotanda.

2.5 Roadshow e bookbuilding

In seguito all'ottenimento del nulla osta da parte della Consob, la società emittente pubblica il prospetto informativo e, dunque, annuncia al mercato la propria offerta di quotazione. A questo punto prende inizio la fase di marketing in senso proprio, ovvero il roadshow.

A differenza dell'investors education, il roadshow prevede un coinvolgimento maggiore del management della società quotanda. Esso infatti consiste in una serie di incontri che il management della società organizza coi potenziali investitori presso le più importanti piazze finanziarie nazionali ed internazionali in funzione della localizzazione degli investitori target. In tali incontri, che si svolgono nel giro di 2-3 settimane con un'intensità elevatissima, il top management della società emittente ed il global coordinator presentano le caratteristiche dell'operazione ad una platea composta da investitori istituzionali, analisti finanziari e stampa specializzata. Chiaramente il management della società viene, prima dell'inizio del roadshow, formato in modo tale da riuscire ad affrontare questi incontri nel miglior modo possibile e da rispondere in modo corretto alle domande più insidiose che potrebbero essergli rivolte dai presenti. E' in questa fase che il potenziale investitore interessato all'offerta può, per la prima volta, incontrare ed interloquire con il management della società per approfondire alcuni aspetti di suo interesse riguardanti l'offerta, avendo, però, già ottenuto importanti informazioni dalle banche appartenenti al consorzio di collocamento durante gli incontri informali di cui abbiamo detto. Il roadshow, dunque, rappresenta un momento fondamentale ed importantissimo all'interno di un processo di IPO.

Gli incontri tra management della società ed investitori possono essere strutturati in modi differenti. In particolar modo possiamo avere:

- incontri *one to one*, ovvero incontri tra il management ed il singolo investitore. Ciò, chiaramente, avviene quando si tratta di un investitore

molto importante che potrebbe risultare fondamentale nella buona riuscita dell'operazione di IPO;

- meeting di gruppo;
- meeting con gruppi ristretti.

Per quanto concerne, invece, la composizione della delegazione dell'emittente, essa è solitamente composta da 3-4 soggetti. In particolar modo, sono quasi sempre presenti l'amministratore delegato, il direttore finanziario ed il direttore generale. In alcuni casi, però, quando l'offerta è di dimensioni notevoli o globale, dati i tempi ristretti del roadshow, è necessario costituire più gruppi che saranno contemporaneamente presenti in differenti centri finanziari. Il top management, in tal caso, ovviamente, si occuperà di intrattenere i rapporti con gli investitori maggiori, coloro, ovvero, che potrebbero divenire, nell'ambito dell'offerta, gli *anchor investors*.

La struttura del roadshow, come anticipato, viene formata in seguito ai feedback ottenuti durante la fase di pre-marketing ma, chiaramente, è necessario mantenere una certa flessibilità in quanto alcuni incontri, soprattutto con gli investitori più importanti, potrebbero essere confermati all'ultimo istante.

Contestualmente e successivamente al roadshow si iniziano a raccogliere le offerte da parte degli investitori intenzionati ad acquistare il titolo in oggetto. Esistono, sostanzialmente, tre metodologie per la raccolta delle adesioni all'offerta che sono:

- **bookbuilding;**
- **offerta a prezzo fisso** (fixed price offering);
- **asta pubblica** (auction).

Ciascuna di esse, non è altro che una sollecitazione rivolta dal coordinatore del consorzio di garanzia agli investitori, affinché questi ultimi effettuino le proprie offerte per il titolo della società emittente. In particolar modo, il bookbuilding è una tecnica nata negli Stati Uniti negli anni '60 ed adottata con sempre maggiore

frequenza, soprattutto sui mercati statunitensi, tedesco ed italiano. In Italia, nello specifico, ha iniziato a diffondersi a partire dal 1992, anno in cui ha avuto inizio il periodo delle grandi privatizzazioni delle imprese a partecipazione statale. Le principali differenze che si evidenziano nell'offerta a prezzo fisso e nell'asta pubblica, rispetto alla metodologia del bookbuilding, consistono nel fatto che nelle prime due non vi è una ricerca preliminare sulle informazioni riguardanti prezzo e quantità, né discrezionalità nell'assegnazione delle azioni.

Con l'asta pubblica, infatti, le azioni vengono assegnate attraverso la raccolta delle offerte in cui vengono espressi le quantità che ogni singolo investitore è disposto ad acquistare ed il prezzo che essi offrono, senza alcun prezzo indicativo cui far riferimento. L'assegnazione, inoltre, avviene per il tramite di un meccanismo che attribuisce le azioni agli investitori sulla base di un prezzo uniforme oppure discriminante.

Nel caso, invece, di offerta a prezzo fisso, alla fissazione del prezzo all'interno del prospetto informativo, seguono le adesioni all'offerta e, dunque, il collocamento delle azioni, seguendo un criterio prettamente di ordine temporale. Il periodo di adesione varia, solitamente, dalle due settimane ai due mesi. In tale processo, è anche possibili ripetere il processo allocativo ad un prezzo più elevato rispetto a quello inizialmente fissato all'interno del prospetto informativo, nel caso in cui vi dovesse essere un eccesso di domanda.

Per quanto concerne, infine, il bookbuilding, bisogna, innanzitutto, dire che rappresenta, certamente, la metodologia maggiormente utilizzata in Italia al giorno d'oggi. Nello specifico possiamo avere due differenti tipologie di bookbuilding:

- **bookbuilding con prezzo fisso;**
- **bookbuilding con prezzo aperto.**

La prima tipologia, che prevedeva un prezzo noto per gli investitori prima dell'inizio del periodo di adesioni, è stata sostituita, a partire dal 1999, dalla

seconda, la quale prevede, invece, che il prezzo definitivo venga fissato dal coordinatore solo dopo che sono state raccolte le adesioni da parte degli investitori interessati al titolo. Quest'ultima metodologia, definita **open price**, in particolar modo, si colloca, in ordine temporale, a cavallo tra il roadshow e l'offerta al pubblico indistinto (OPS/OPV). Il bookbuilding ha una durata di circa due settimane ed ha inizio con la definizione, da parte del coordinatore, di un range di prezzo, ovvero di un prezzo minimo ed un prezzo massimo di collocamento, come abbiamo precedentemente spiegato. Pertanto, gli investitori interessati all'offerta, decidono se aderirvi o meno non essendo a conoscenza di quello che sarà l'effettivo prezzo di collocamento, ma solo del range di prezzo fissato precedentemente all'interno del quale esso cadrà.

Occorre ricordare che il metodo del bookbuilding può essere utilizzato solo in riferimento all'offerta istituzionale. Per quanto concerne, invece l'offerta rivolta al pubblico retail, essa si svolge seguendo precise modalità che devono essere espresse all'interno del prospetto informativo. La sottoscrizione da parte degli investitori retail, infatti, deve avvenire entro un periodo stabilito all'interno del prospetto informativo, presso i soggetti incaricati del collocamento, attraverso la compilazione di un modulo di adesione alla sollecitazione predisposto dalla stessa società emittente.

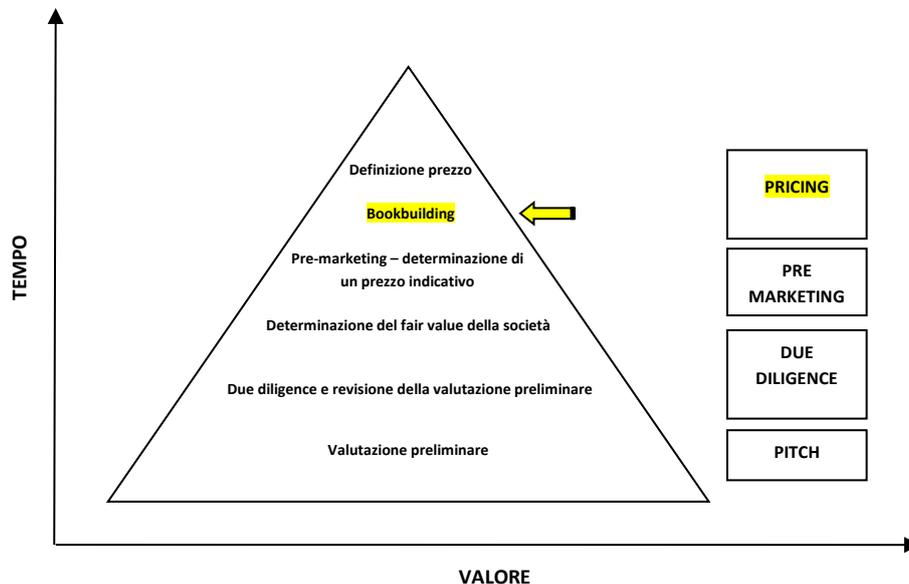
Per quanto riguarda, invece, le tipologie di *bid*, intesa come prezzo di domanda e/o quantità domandata, che possono essere esercitate dagli investitori, ed in base alle quali il coordinatore andrà a comporre il *book*, ne esistono di tre tipi:

- **strike bid**, che include esclusivamente la quantità di azioni richiesta dagli investitori, senza alcuna disposizione in merito al prezzo che essi sono disposti a pagare. Ciò vuol dire che agli investitori verrà, al termine del periodo di adesione, assegnata l'intera quantità di azioni da loro richieste, o una parte di esse, a qualunque prezzo che verrà, poi, definito;
- **limit bid**, secondo la quale l'investitore esprime il prezzo massimo che è disposto a pagare per la quantità di azioni richiesta. Ciò vuol dire che se il

prezzo definitivo di quotazione dovesse risultare maggiore di quello espresso dall'investitore, a quest'ultimo non verrà assegnata alcuna azione;

- **step bid**, la quale prevede che l'investitore indichi il prezzo che è disposto a pagare per differenti quantità di azioni. In pratica, secondo tale tipologia, l'investitore esprime una propria curva di domanda sulla base delle due variabili che la caratterizzano, ovvero quantità e prezzo.

In tal modo, il global coordinator è in grado di raccogliere le dichiarazioni di prezzo e/o quantità espresse dagli investitori e costruire il book. Riprendendo la nostra piramide del valore, dunque, sciamo un altro gradino che, come mostrato nella figura sottostante, ci permette di definire con maggiore precisione quello che sarà il prezzo effettivo di quotazione del titolo.



Attraverso questo processo, dunque, si viene a formare una curva di domanda a seguito dei differenti livelli di prezzo espressi negli ordini d'acquisto pervenuti al consorzio di collocamento. Tale curva verrà utilizzata per fissare il prezzo definitivo ed effettivo del collocamento, il quale non sarà calcolato

meccanicamente ma sarà, piuttosto, il frutto di una negoziazione tra la società quotanda ed il responsabile del collocamento.

Il bookbuilding, infatti, è un processo interattivo caratterizzato da una costante e continua comunicazione tra emittente e global coordinator.

Il progressivo delinearsi della domanda e della sensibilità al prezzo durante la fase di bookbuilding, inoltre, consente di poter intavolare un dialogo anche con gli investitori, alcuni dei quali attendono l'ultimo istante per far pervenire il loro ordine alla società, in modo tale da valutare prima, con maggiore attenzione, l'andamento della domanda.

Secondo parte degli studiosi, il bookbuilding rappresenta anche una metodologia che ha lo scopo di correggere il fenomeno dell'underpricing. Quest'ultimo sarà oggetto di maggiore approfondimento nel capitolo quarto ma per comprendere come il bookbuilding influenzi l'underpricing dobbiamo anticiparne la definizione.

Col termine underpricing si intende l'aumento di prezzo subito dal titolo nel primo giorno di negoziazione. Esso può essere anche visto come la sottovalutazione del mercato nei confronti dell'azienda durante la fase di collocamento delle azioni. L'underpricing è uno dei costi indiretti che una società deve sostenere quando avvia un processo di IPO, in quanto rappresenta un trasferimento di ricchezza a favore degli investitori che acquistano il titolo ad un prezzo inferiore rispetto al suo fair value. Secondo Rock (1986) la ragione di tale costo è da ricercare nella presenza di asimmetrie informative, da cui dipende l'esistenza di due differenti categorie di investitori: gli investitori informati e gli investitori non informati. L'underpricing perseguito dalle imprese emittenti è un modo, da parte di queste ultime, di segnalare la bontà della propria offerta a chi non è in grado di individuarla autonomamente, ovvero gli investitori non informati, con l'obiettivo, dunque, di ridurre le asimmetrie informative. Gli investitori non informati, infatti, che acquisteranno le azioni della società emittente, in questo modo, assisteranno ad un repentino aumento del prezzo del

titolo nel primo giorno di negoziazione causato dagli acquisti effettuati dagli investitori informati che, essendo a conoscenza del reale valore della società, vorranno detenere il maggior numero possibile di titoli azionari della stessa. Ciò, ovviamente, genererà un guadagno in conto capitale a favore di tutti, sia degli investitori informati che di quelli non informati. Tale meccanismo di segnalazione è, però, inquinato dalla stessa presenza degli investitori informati in quanto questi ultimi, essendo in grado di valutare autonomamente il reale valore di una società quotanda, riescono a cogliere immediatamente le offerte con un maggiore underpricing, agendo direttamente sul mercato primario e non su quello secondario. Questo fa sì che gli investitori informati si indirizzeranno tutti verso le offerte con maggiore underpricing, lasciando, invece, agli investitori non informati le offerte con minore underpricing o addirittura quelle caratterizzate da un overpricing, ossia da una sopravvalutazione, la qual cosa genera, in un secondo momento, perdite in conto capitale a danno degli investitori che hanno acquistato il suddetto titolo. Di fatto gli investitori non informati vengono esclusi dalle emissioni potenzialmente più redditizie. In definitiva, dunque, l'underpricing nasce come un meccanismo di contrasto alle asimmetrie informative, ma di fatto, fallisce nel suo intento per le ragioni che abbiamo spiegato e resta solo un costo indiretto del processo di IPO a carico della società emittente.

Il bookbuilding può agire da meccanismo di correzione dell'underpricing, col fine di eliminare le distorsioni di cui abbiamo detto. Tale metodologia, infatti, come vedremo, riesce ad eliminare le asimmetrie informative senza la necessità di dover sostenere i costi dell'underpricing. In realtà gli obiettivi perseguiti da una società quotanda sono 2:

- ridurre il rischio di fallimento del collocamento azionario;
- ridurre lo sconto di quotazione in modo tale da limitare i costi indiretti dell'IPO.

Entrambi gli obiettivi sopracitati necessitano di una completezza di informazioni e possono essere raggiunti attraverso un collocamento istituzionale effettuato con la metodologia del bookbuilding. Con esso, infatti, il meccanismo della domanda e dell'offerta si materializza nella scelta di due consulenti finanziari. Da una parte abbiamo il global coordinator, che oltre ad assumere l'impegno di sottoscrizione dei titoli, come vedremo nel capitolo seguente, difende gli interessi degli investitori pertanto punta a collocare le azioni al prezzo minimo. Dall'altro lato abbiamo l'advisor che, invece, cura gli interessi della società emittente e, pertanto, cerca di collocare le azioni al prezzo più alto possibile. Il range di prezzo dal quale parte la fase di bookbuilding, solitamente esprime proprio i prezzi ai quali i due consulenti finanziari cercano di effettuare il collocamento delle azioni. Durante la fase di bookbuilding lo scambio di informazioni tra la società emittente, per il tramite del global coordinator, e gli investitori è molto intenso. Da una parte gli investitori chiedono informazioni riguardo la situazione economica finanziaria e patrimoniale dell'emittente, dall'altra la società attraverso i *bid* pervenuti riesce ad ottenere informazioni che le permettono di separare gli investitori informati dagli investitori non informati. Tutto ciò secondo gli studi di Spatt e Srivastava (1991) e di Benveniste e Spindt (1989) mette in atto un meccanismo che tende a ridurre il fenomeno dell'underpricing. Infatti con il metodo del bookbuilding è possibile trarre informazioni riguardo le intenzioni di acquisto degli investitori e prevedere per essi un diverso sistema allocativo in funzione delle differenti indicazioni di interesse fornite. Una volta effettuata la scrematura tra investitori informati ed investitori non informati, i primi vengono premiati assegnandogli un maggior numero di azioni. Chiaramente le informazioni fornite agli investitori da parte del global coordinator riguardo la reale situazione economica, finanziaria e patrimoniale della società emittente, fa sì che vi sia un maggior numero di investitori informati, in grado, dunque di formulare *bid* coerenti con il reale valore della società emittente. Questo meccanismo, in definitiva permette di eliminare, o quanto meno ridurre fortemente le asimmetrie informative, ed evita

che gli investitori informati, il primo giorno di negoziazioni, a seguito di una palese sottovalutazione del titolo, intervengano sul mercato facendo innalzare il prezzo del titolo e determinando, così, il fenomeno dell'underpricing. Si tratta, dunque, di un processo che favorisce una minore sottostima del valore del capitale economico della società emittente. Tuttavia, come vedremo in seguito, l'underpricing può essere solo limitato ma non può essere del tutto eliminato per una serie di fattori e, in particolar modo, per il persistere di alcune forme di asimmetrie informative tra la società ed il mercato.

L'efficienza nel diffondere le informazioni che caratterizza la metodologia del bookbuilding all'interno di un processo di quotazione può essere misurata attraverso un indice che viene definito "*distance to fair value*". Esso, in pratica, misura la distanza esistente tra il fair value della società calcolato dall'advisor, che coincide col valore massimo del range di prezzo da cui parte la fase di costruzione del book, ed il prezzo di quotazione. Tale differenza viene poi rapportata al prezzo massimo per misurarne l'incidenza percentuale sullo stesso. Chiaramente minore sarà suddetto valore, maggiore sarà l'efficienza informativa del metodo del bookbuilding. Infatti, quanto più il prezzo di quotazione si avvicina al prezzo massimo fissato dall'advisor, tanto più efficiente è stato il metodo del bookbuilding nel diffondere informazioni riguardanti la reale situazione economica, finanziaria e patrimoniale della società a favore degli investitori e tanto più, questi ultimi, hanno potuto cogliere l'effettivo valore della società proponendo un prezzo, per la sottoscrizione delle azioni, che si avvicinasse molto al loro valore effettivo.

L'analisi dell'efficienza del bookbuilding nasce dal fatto che si assiste ad un fenomeno di affrancamento, nella definizione del prezzo definitivo di offerta, da parte degli investitori che si rendono indipendenti, nel formulare le proprie *bid*, dalla valutazione effettuata dal global coordinator nel loro interesse. La *bid* che essi esprimono è indicativa del grado di diffusione delle informazioni raggiunto. Il prezzo che gli investitori saranno disposti a pagare per acquistare le azioni della

società quotanda tenderà ad avvicinarsi al prezzo massimo del range, fissato dall'advisor, per due ragioni tra loro strettamente legate. Innanzitutto il valore del capitale economico della società indicato dal global coordinator risente del suo diretto impegno di underwriting che, invece, non ha alcun impatto sulla stima effettuata dall'advisor. In secondo luogo, se tale elemento di disturbo nella valutazione effettuata dal global coordinator viene colta dagli investitori, allora la teoria dei mercati efficienti porta ad una reazione molto importante: al crescere del grado di omogeneità delle informazioni possedute dagli agenti segue un maggior utilizzo delle informazioni disponibili. Ciò conduce ad una corrispondenza tra la valutazione effettuata dall'advisor e quella del mercato, ovvero ad una *distance to fair value* nulla. Chiaramente l'ipotesi di mercati perfettamente efficienti non è realistica, pertanto comunque permane una *distance to fair value* positiva ma molto ridimensionata rispetto al passato grazie al meccanismo innescato dal bookbuilding. In pratica il metodo del bookbuilding non fa altro che portare gli investitori inizialmente non informati sullo stesso livello, dal punto di vista delle informazioni a disposizione, degli investitori informati fin dal principio riguardo il valore della società emittente.

L'utilizzo della metodologia del bookbuilding, comporta, in termini di efficienza informativa un altro importante effetto. Se, infatti, teniamo presente che il prezzo definitivo fissato al termine del periodo del bookbuilding funge anche da prezzo-guida per la determinazione di quello relativo alla porzione di offerta destinata al pubblico indistinto, allora è possibile individuare e stimare l'impatto che il bookbuilding ha sulla riduzione del fenomeno dell'underpricing. Tale impatto può essere definito "efficienza economica" e costituisce un passo ulteriore nella riduzione delle asimmetrie informative. L'unitarietà di prezzo tra il collocamento istituzionale e l'offerta pubblica indica il grado di efficienza raggiunto in fase di bookbuilding. Se, infatti, grazie alla diffusione delle informazioni tra gli investitori istituzionali questi ultimi hanno acquistato le azioni ad un prezzo coerente con il fair value calcolato dall'advisor, allora il prezzo per l'offerta al pubblico indistinto ne risentirà, uguagliandosi al primo. Tutto ciò

comporta una migliore efficienza informativa ed un più efficiente processo allocativo delle azioni dell'emittente nell'ambito di un IPO. Il risultato di tale fenomeno è che l'eccesso di domanda che si registra il giorno prima dell'inizio delle negoziazioni, che è alla base del fenomeno dell'underpricing, non ha ragione d'esistere e la stretta conseguenza è rappresentata dall'efficienza economica, ovvero dal fatto che la società emittente ottiene un risparmio in termini di costi impliciti legati al processo di quotazione e generati dal fenomeno dell'underpricing. Uno studio di ricerca condotto da Baldi (2003) su un campione di imprese che si sono quotate sul mercato borsistico italiano ha messo in evidenza come la teoria fin qui descritta sia verificata empiricamente. In Italia, infatti, secondo tale studio, le IPO realizzate nel 1995, quando il meccanismo del bookbuilding non era stato ancora adottato nel nostro Paese, sono state caratterizzate da un underpricing medio pari al 9,7%, mentre quest'ultimo è risultato mediamente pari all'1,49% per le IPO realizzate nell'anno 2000 con l'utilizzo del bookbuilding. E' palese come l'introduzione di questo meccanismo abbia enormemente ridotto il fenomeno dell'underpricing pur non eliminandolo. Come abbiamo già anticipato, infatti l'underpricing non può essere del tutto eliminato a causa del permanere di alcune forme di asimmetrie informative tra la società emittente ed il mercato dovuto alla non perfetta efficienza dei mercati.

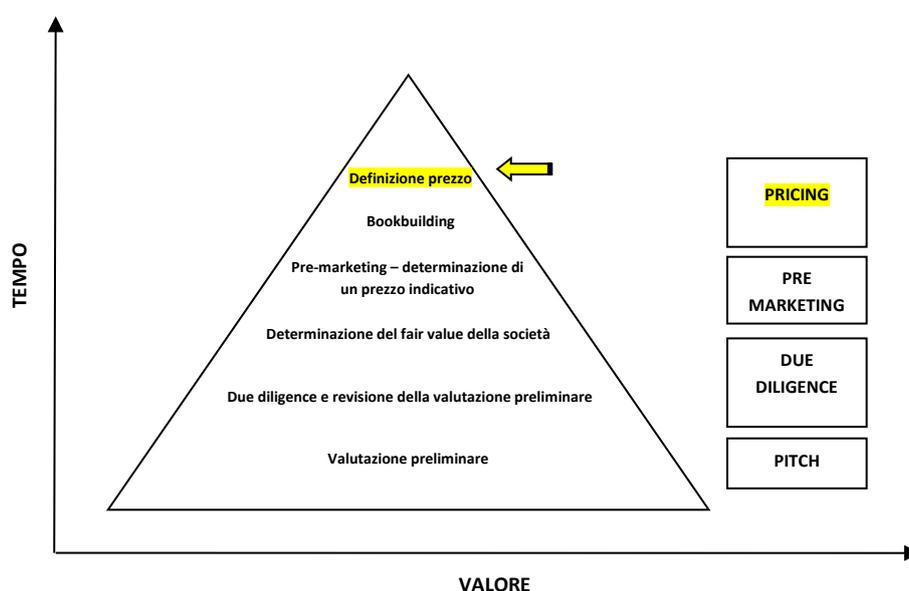
Abbiamo precedentemente detto che gli obiettivi di una società quotanda sono sostanzialmente due. Oltre alla riduzione dei costi impliciti dell'IPO, la società si propone di evitare che il collocamento fallisca. In particolar modo, un collocamento azionario fallisce quando il prezzo che il mercato reputa giusto pagare per l'acquisto delle azioni è inferiore rispetto a quello con il quale l'impresa si propone al mercato. Questa ipotesi del fallimento, a conferma di quanto detto fin'ora non potrebbe mai verificarsi nel caso in cui non vi fossero asimmetrie informative. Non essendo possibile eliminare totalmente le asimmetrie informative, come anticipato, ma essendo possibile ridimensionarle attraverso l'implementazione del bookbuilding, allora possiamo affermare che

tale metodologia riduce drasticamente anche il rischio di fallimento del collocamento azionario.

Abbiamo potuto constatare, nell'affrontare la tematica relativa alla fasi di marketing e bookbuilding la centralità del ruolo di sponsor/global coordinator nel diffondere e promuovere l'offerta della società emittente presso gli investitori e, successivamente, nel raccogliere gli ordini espressi dagli stessi e nella creazione del book. E' una fase importantissima in quanto solo se il coordinatore dell'offerta sarà in grado di diffondere l'offerta nel modo migliore possibile, l'IPO avrà successo. Anche il bookbuilding risulta di fondamentale importanza in quanto è proprio grazie ad esso che si riesce, come vedremo, a definire un prezzo effettivo di collocamento. In entrambe le attività lo sponsor/global coordinator è particolarmente attivo, a conferma del suo ruolo centrale nel definire il prezzo di quotazione, come tale elaborato si propone di dimostrare.

2.6 Pricing e allocation

In Italia, come abbiamo visto nel precedente paragrafo, la più diffusa metodologia, se non l'unica utilizzata, per la raccolta delle adesioni all'offerta è rappresentata dal bookbuilding. In particolar modo, nella maggior parte dei casi, il bookbuilding viene implementato con la tecnica dell'open price, ovvero non viene fissato, all'interno del prospetto informativo, un prezzo di quotazione effettivo, bensì solo un valore massimo. Pertanto gli investitori decidono di aderire o meno all'offerta senza conoscere quello che sarà l'effettivo prezzo del collocamento ma conoscendo solo l'esborso massimo a cui dovranno far fronte per poter ottenere le azioni della società emittente. Il prezzo, effettivo, infatti verrà comunicato al mercato solo dopo la chiusura del periodo di adesione all'offerta. Esso viene fissato sulla base delle offerte pervenute, analizzando sia il quantitativo richiesto dagli investitori sia il prezzo che essi sono disposti a pagare.



Le definizioni del prezzo definitivo di quotazione è il risultato, il punto di arrivo di un processo che interessa tutte le fasi di un'IPO, come abbiamo avuto modo di

chiarire durante la trattazione di questo capitolo. Si parte, come mostra anche la nostra piramide del valore, dalla prima fase del processo di quotazione, ovvero il pitch, quando lo sponsor effettua una prima valutazione della società quotanda, definendo un range di valori che, col progredire del processo, acquisendo sempre maggiori e più precise informazioni riguardo la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società, viene meglio definito e affinato, fino a quando, una volta chiusa la fase di adesione all'offerta e raccolte le *bid* degli investitori, è possibile fissare un prezzo definitivo di collocamento.

L'ottimizzazione del prezzo definitivo di quotazione è il risultato, dunque, dell'azione combinata di più elementi, soprattutto di un'attenta attività di pre-marketing e di marketing, che genera competizione tra la domanda e, quindi, disponibilità, da parte della stessa, ad acquistare il titolo ad un prezzo equo. La decisione finale riguardo il prezzo definitivo nasce da una serie di fattori:

- quantità di azioni domandata e livello di *oversubscription*, ossia di quante volte la domanda supera l'offerta. In una situazione ottimale la domanda dovrebbe essere pari ad almeno due volte l'offerta;
- qualità, dimensione e sensibilità al prezzo espressa negli ordini di acquisto;
- livelli di valutazione e prezzo rispetto ai principali competitors;
- percentuale di incontri *one to one* che si sono, poi, tramutati in ordini. La percentuale dovrebbe essere compresa, almeno, tra il 50% ed il 70%;
- andamento del mercato ed approccio degli investitori all'*aftermarket*;
- performance del settore in cui opera la società emittente.

Il pricing è una fase molto delicata in quanto da essa dipende la massimizzazione della provvista oltre che la performance sul mercato secondario. I responsabili del collocamento, chiaramente, tenteranno di collocare il prezzo definitivo di collocamento quanto più vicino al limite massimo del range fissato per il bookbuilding, in quanto ciò è sintomo di successo dell'offerta e genera positività sul mercato.

Una volta che è stato fissato il prezzo di quotazione, il responsabile del collocamento inizierà subito la fase di **allocation**. Nell'ambito di un processo di allocazione, si fa spesso uso del meccanismo del **clawback**. Si tratta di un'opzione che permette di spostare parte dell'offerta da una tipologia di investitori ad un'altra. Ad esempio se vi è stata un'elevatissima domanda da parte degli investitori istituzionali, mentre l'offerta retail non ha raggiunto gli stessi risultati è possibile allocare parte delle azioni, che inizialmente erano destinate al pubblico indistinto, presso gli investitori istituzionali. Alternativamente la clausola di clawback può essere applicata su base territoriale spostando parte dell'offerta da una certa area geografica ad una altra, in modo tale da rispondere meglio ai differenti livelli di adesione all'offerta nelle diverse aree territoriali in cui la società emittente ha deciso di diffondere la propria offerta.

Spetta alla società emittente l'ultima parola riguardo le decisioni di allocazione delle azioni, ma, di fatto, gioca un ruolo fondamentale il responsabile del collocamento che, come sappiamo, spesso, soprattutto in Italia, coincide con la figura dello sponsor. Esso, infatti, supporta la società in questa fase, con l'obiettivo di garantire una buona distribuzione del titolo, che tenga in considerazione la qualità degli investitori, la distribuzione geografica e, soprattutto, l'orizzonte temporale dell'investimento. Quest'ultimo aspetto è molto importante in quanto se le azioni sono possedute da investitori con orizzonte temporale di lungo periodo, i cosiddetti *long-term investors*, vuol dire che, sul mercato secondario, l'offerta del titolo è scarsa e, dunque, per il meccanismo dell'equilibrio tra domanda e offerta, il titolo tende ad apprezzarsi. Viceversa se la azioni sono possedute da investitori con orizzonte temporale di breve periodo, *short-term investors*, allora l'offerta del titolo sul mercato sarà maggiore, il titolo sarà caratterizzato da maggiore volatilità e, dunque, il prezzo tenderà ad essere più basso.

In linea generale, i principi cui dovrebbe ispirarsi la società emittente, col supporto del responsabile del collocamento, nell'allocare le azioni emesse sul mercato sono:

- obiettivi della società quotanda;
- coerenza con la media storica degli ordini di ciascun investitore;
- livello reale di interessamento degli investitori;
- comportamento dell'investitore in offerte precedenti;
- distribuzione geografica;
- comprensione dell'equity story.

Oltre a ciò, ovviamente, la società deve procedere all'allocazione cercando di garantire una performance positiva al titolo nella fase di *aftermarket*. Un portafoglio diversificato di investitori per area geografica, tipologia di approccio ed orizzonte temporale dovrebbe apportare benefici nel medio-lungo periodo.

Il metodo più appropriato per valutare se il pricing di una IPO è stato formulato in modo corretto è osservare la performance del titolo nel primo giorno di negoziazione dello stesso sul mercato secondario. Questo approccio, come abbiamo già evidenziato, può essere adottato anche per valutare quello che è stato l'effettivo livello di underpricing dell'offerta, mostrando quanta ricchezza è stata trasferita dalla società a favore dei nuovi azionisti.

Nella tabella seguente, riportiamo le IPO avvenute sul mercato italiano dal 2007 al 2010 con le relative performance registrate nel primo giorno di trading. Come possiamo notare vi sono casi in cui il pricing è stato effettuato in modo molto accurato ed efficiente, tale per cui l'underpricing è stato minimo se non addirittura nulla. Vi altri casi, invece, in cui il prezzo delle azioni quotate, nel primo giorno di negoziazione è aumentato notevolmente, il che indica un elevato underpricing e, dunque, una sottovalutazione da parte del mercato e degli investitori nella fase di bookbuilding, forse legata anche ad un'attività di pre-marketing e di marketing non svolta nel migliore dei modi. Infine vi sono dei casi

in cui, addirittura si rileva un overpricing, ossia un collocamento ad un prezzo superiore rispetto al prezzo fatto registrare nel primo giorno di negoziazioni.

Data	Società	€ mln	Performance primo giorno	Data	Società	€ mln	Performance primo giorno
12/10	First Capital S.p.a.	14,1	(1,0%)	07/07	RCF S.p.a.	28	(1,3%)
11/10	Enel Green Power S.p.a.	2.466,3	0,0%	07/07	Bialetti industrie S.p.a.	49,7	3,7%
10/10	Vita Società Editoriale S.p.a.	2,5	22,3%	07/07	Aeroporto G. Galilei S.p.a.	22,9	12,7%
07/10	Methorios Capital S.p.a.	7,8	(5,4%)	07/07	Aeffe S.p.a.	151,5	(4,0%)
06/10	Tesmec S.p.a.	37,2	(20,0%)	07/07	B&C Speakers	19,7	6,4%
03/10	Fintel Energia Group S.p.a.	5,6	50,0%	07/07	Cape LIVE	24,1	(1,4%)
03/10	PMS S.p.a.	1,5	12,5%	07/07	Dia Sorin S.p.a.	250,3	3,4%
03/10	Poligrafici Printing S.p.a.	5,0	12,9%	07/07	Enia S.p.a.	414,1	7,6%
12/09	House Building S.p.a.	2,4	67,6%	06/07	Pramac Group S.p.a.	48,4	1,8%
12/09	TBS Group S.p.a.	6,3	n.a.	06/07	Landi Renzo S.p.a.	184,0	6,0%
11/09	Yoox S.p.a.	120,3	8,4%	06/07	Burani Deginer Holding NV	146,8	5,0%
05/09	IKF S.p.a.	8,0	(1,5%)	06/07	RDB S.p.a.	75,5	5,4%
07/08	Terni Energie S.p.a.	5,6	19,9%	06/07	Screen Service BT	121,9	3,7%
07/08	Enervit S.p.a.	4,0	20,4%	05/07	Zignano Vetro S.p.a.	126,0	7,6%
05/08	Best Union S.p.a.	11,9	(0,5%)	05/07	MutuiOnline S.p.a.	89,1	10,2%
04/08	Ross S.p.a.	3,9	(6,3%)	05/07	IW Bank S.p.a.	67,7	7,0%
03/08	Greenenergy Capital S.p.a.	48,7	(14,3%)	05/07	Mid Industry Capital S.p.a.	98,8	(3,7%)
02/08	MolMed S.p.a.	56,1	(4,1%)	04/07	Prysmian C&S S.p.a.	1.242,0	(4,6%)
01/08	ISM S.p.a.	49,7	10,0%	04/07	D'Amico international Shipping S.p.a.	228,7	0,3%
12/07	Aera Impianti S.p.a.	5,8	0,0%	04/07	Matica S.p.a.	2,7	7,5%
12/07	Il Sole 24 Ore S.p.a.	209,6	(1,9%)	04/07	Conafi Prestito S.p.a.	82,5	13,8%
11/07	Maire Tecnimont S.p.a.	311,5	2,5%	03/07	Servizi Italia S.p.a.	64,0	(0,5%)
11/07	Damiani S.p.a.	84,4	(5,9%)	03/07	Aicon S.p.a.	162,0	16,2%
10/07	Piquadro S.p.a.	38,5	5,8%	03/07	Toscana Finanza S.p.a.	28,1	11,6%
10/07	Raffaele Caruso S.p.a.	8,5	0,0%	03/07	Cosmo Pharmaceuticals S.p.a.	32,9	11,5%
10/07	Bouty Healthcare S.p.a.	14,6	4,5%	03/07	Biancamano S.p.a.	39,2	6,6%
08/07	Tessitura Pontelambro S.p.a.	6,0	0,0%	02/07	Omnia Network S.p.a.	45,0	(5,4%)

Tabella n. 4 – Performance delle IPO periodo 2007-201

Questo accade quando il mercato sopravvaluta, in fase di bookbuilding, il valore della società, pertanto gli investitori sono pronti a pagare un prezzo superiore rispetto al reale valore del titolo per poterlo acquistare. Ciò, chiaramente, genera delle perdite in conto capitale a danno degli investitori che hanno sottoscritto o acquistato le azioni della società emittente.

Una volta che è stato definito il prezzo definitivo di quotazione, esso deve essere comunicato alle autorità di competenza, ovvero Consob e Borsa Italiana S.p.a., e deve essere riportato nel documento finale. Quest'ultimo deve essere pubblicato con le stesse modalità seguite per la pubblicazione del prospetto informativo. Contestualmente verranno effettuate anche le ultime verifiche di due diligence attraverso attività di *bring down*. Infine, entro 5 giorni dalla chiusura dell'operazione, le azioni iniziano ad essere scambiate sul mercato secondario, dando inizio alla fase di aftermarket di cui parleremo ampiamente nell'ultimo capitolo dell'elaborato.

Come abbiamo avuto modo di vedere, una IPO può essere strutturata in termini di OPS, OPV oppure di OPVS. Inoltre, l'offerta può essere rivolta a categorie di investitori differenti. Può essere suddivisa, infatti, in offerta istituzionale, offerta al pubblico retail e offerta privata, ovvero rivolta a specifici soggetti.

Nell'ambito dell'offerta, inoltre, possono essere previste delle clausole di lock-up (o lock-in), che consistono nell'impegno da parte degli azionisti pre-esistenti alla quotazione di non vendere le proprie azioni per un determinato periodo di tempo successivo all'IPO. La presenza di tale clausole infonde maggiore fiducia al mercato, in quanto è un segnale che la società lancia a quest'ultimo. Un azionista, infatti, decide di sottoscrivere una clausola di lock-up solo quando è convinto che nel prossimo futuro la società otterrà delle performance positive, aumentando il proprio valore. Come vedremo nel prosieguo dell'elaborato, le clausole di lock-up sono anche uno strumento utilizzato per ridurre l'underpricing nell'ambito di un processo di IPO.

Al termine di questo secondo capitolo, siamo in grado di cogliere l'importanza del ruolo dello sponsor/global coordinator, all'interno di un processo di quotazione. Abbiamo descritto con attenzione ogni fase del processo che porta una società a quotarsi in borsa ed abbiamo visto come, in ciascuna di queste fasi, lo sponsor sia sempre presente e svolga sempre attività di importanza fondamentale per la buona riuscita dell'operazione. Si tratta, dunque, di un compito molto delicato che richiede, certamente, delle competenze adatte, un certo grado di esperienza in operazioni di quotazione e una reputazione molto positiva.

Lo sponsor, spesso in qualità di capofila del consorzio di collocamento e garanzia, non esaurisce, come vedremo, il proprio compito con il collocamento delle azioni ma continua a svolgere un ruolo fondamentale anche successivamente, durante la fase dell'aftermarket. In tale fase, infatti, la sua attività è volta a stabilizzare il prezzo del titolo in borsa, in modo tale da non renderlo instabile, il che comporterebbe una perdita di valore per la società. Di ciò ci occuperemo nel quarto ed ultimo capitolo dell'elaborato.

Capitolo III

I consorzi di collocamento

3.1 Premessa

In questo terzo capitolo ci dedicheremo alla trattazione di una tematica molto importante all'interno dei processi di quotazione, ovvero i rapporti tra la società emittente e gli intermediari che si occupano del collocamento delle azioni. Tali rapporti vengono formalizzati all'interno di contratti di collocamento e garanzia definiti ***selling and underwriting agreement***. Questi ultimi hanno il compito di definire gli intermediari facenti parte dei consorzi di collocamento, il ruolo e le responsabilità che ciascuno di essi assume al suo interno e le garanzie offerte alla società emittente.

L'attività di collocamento di azioni sul mercato da parte degli intermediari finanziari è, ormai, diventata un vero e proprio servizio che le banche e istituti simili offrono alla propria clientela. Dietro l'etichetta unitaria, però, di "consorzi di collocamento" si nascondono fenomeni giuridici che a seconda delle circostanze possono differire notevolmente.

Le motivazioni alla base della necessità di istituire un consorzio di collocamento sono molteplici. Innanzitutto si cerca di sfruttare la capillarità degli sportelli bancari dei partecipanti al consorzio per poter estendere l'offerta su tutto il territorio nazionale ed anche oltre. In secondo luogo il ricorso ai consorzi di collocamento potrebbe, come vedremo, permettere alla società emittente di premunirsi rispetto al rischio di un mancato assorbimento dell'intera offerta da parte del mercato nel caso in cui i partecipanti al consorzio si impegnino a sottoscrivere le azioni che non si è riusciti a collocare presso gli investitori. Alcuni sostengono che in realtà un intervento diretto alla copertura di tale rischio sia solo eventuale ed operante in seconda battuta rispetto all'operazione diretta al classamento dei titoli. In rapporto a tali finalità sono state individuate tre tipologie di consorzi di collocamento:

- I consorzi di semplice collocamento (***selling groups***);
- I consorzi di assunzione a fermo (***purchase groups***);

- I consorzi di garanzia (***underwriting groups***).

Analizzeremo, nel corso di tale capitolo le caratteristiche e le differenze delle 3 tipologie di consorzi esistenti.

Quando una società matura la decisione di quotarsi in borsa, si rivolge ad una banca o ad un intermediario finanziario per fare una prima stima del valore del suo capitale economico. Al giorno d'oggi, però, molte banche si specializzano proprio in questa tipologia di attività e, pertanto, sono esse stesse che effettuano, solo sulla base di informazioni pubblicamente disponibili, una prima valutazione della società, e se colgono in essa il potenziale necessario per un processo di quotazione contattano la società stessa per presentarle tale opportunità. In questo capitolo analizzeremo ogni fase che, partendo dal primo contatto tra la società quotanda e lo sponsor, porta alla costituzione di un consorzio di garanzia. Nel trattare questo argomento continueremo a mantenere l'ipotesi secondo la quale i ruoli di sponsor, global coordinator e capofila del consorzio di collocamento sono riuniti sotto un unico soggetto, il che accade molto spesso nel mercato italiano, ove il tessuto economico è rappresentato per gran parte da PMI. Analizzeremo, dunque, tutte le fasi che vanno dal primo contatto tra lo sponsor e la società emittente fino alla costituzione del consorzio di collocamento.

Solitamente la scelta dei soggetti che faranno parte del consorzio di garanzia spetta al capofila, anche se, in alcuni casi, la società emittente spinge per far inserire nell'elenco banche o intermediari finanziari di sua fiducia coi quali intrattiene già rapporti di differente natura. La scelta del lead manager cade spesso sui soggetti coi quali ha già condotto operazioni simili. Analizzeremo con cura i rapporti che si instaurano tra i consorziati, formalizzati all'interno dei contratti consortili, distinguendo tra consorzi di semplice collocamento, consorzi di assunzione a fermo e consorzi di garanzia.

3.2 I consorzi di collocamento: aspetti generali

Il consorzio di collocamento è una struttura attraverso la quale gli intermediari finanziari, diretti ed organizzati da un capofila, si impegnano a collocare azioni, obbligazioni e warrant presso gli investitori, garantendo, eventualmente, al soggetto economico che li ha incaricati, anche l'integrale sottoscrizione (o acquisto) degli strumenti finanziari che si sono impegnati a collocare sul mercato. Nel nostro caso di studio, chiaramente, faremo riferimento, nello specifico, ai consorzi che si occupano del collocamento di sole azioni, dato che stiamo analizzando il ruolo degli stessi all'interno di un processo di IPO.

Il consorzio di collocamento rappresenta, in pratica, nell'ambito di una IPO, la rete distributiva di cui si serve la società emittente per poter attuare le proprie strategie di marketing, diffondere il più possibile la propria offerta, con l'obiettivo ultimo di garantire un risultato positivo all'operazione di quotazione.

In taluni casi, come abbiamo già avuto modo di evidenziare, è la società che matura la decisione di quotarsi in borsa a contattare una o più banche per farsi affiancare durante l'intero processo, e per farle ricoprire, oltre ai ruoli di sponsor e di global coordinator, anche quello di capofila del consorzio di collocamento. Al giorno d'oggi, però, l'attività di collocamento è divenuta un vero e proprio servizio che le banche offrono alla propria clientela corporate. Esistono, infatti, banche d'affari altamente specializzate nella gestione e nel coordinamento delle suddette attività e che, come vedremo, spesso si assumono anche l'onere di garantire la realizzazione dell'operazione.

Nella prassi operativa sui mercati si riscontra l'impossibilità di poter effettuare tutte le attività necessarie al collocamento di strumenti finanziari da parte di un unico soggetto. Di qui nasce l'esigenza di costituire un consorzio, composto da più intermediari finanziari, le cui attività vengono organizzate e coordinate da un capofila. Nel nostro elaborato, come anticipato, supporremo che il capofila, definito anche **lead manager**, del consorzio di collocamento coincida con la

figura dello sponsor/global coordinator. Nelle offerte di maggiori dimensioni, peraltro, è possibile che vengano nominati più lead managers o bookrunners.

La scelta del gruppo di intermediari che comporrà il consorzio è il frutto di accordi tra il capofila e la società emittente che intende rivolgersi al mercato per raccogliere capitale. Certamente, in tale fase di costituzione del consorzio, il ruolo principale è svolto proprio dal lead manager, ma non è inusuale che la società quotanda suggerisca la partecipazione al consorzio di uno o più intermediari di cui si fida e con i quali ha già intrapreso, in passato, rapporti di differente natura. Bisogna ricordare che possono prendere parte ad un consorzio di collocamento banche, società finanziarie ed imprese d'investimento.

La partecipazione degli intermediari al consorzio avviene, solitamente, per chiamata attraverso l'invio di una lettera da parte del lead manager. L'invito contiene informazioni riguardanti i caratteri essenziali dell'operazione, propone una quota di partecipazione al consorzio stesso, il tipo e l'ammontare della remunerazione, le modalità di collocamento e di garanzia. Seguono un serie di incontri tra il capofila e gli intermediari interessati a prendere parte al collocamento, durante i quali vengono discusse le problematiche relative all'operazione, giungendo a definire gli impegni di garanzia di ciascun partecipante.

Per quanto concerne i rapporti contrattuali che ne seguono, essi possono essere schematizzati nel modo seguente:

- rapporto bilaterale esclusivo tra emittente e lead manager: si tratta di un mandato, generalmente conferito con rappresentanza;
- i partecipanti aderiscono all'invito da parte del capofila sottoscrivendo l'accettazione (irrevocabile ed incondizionata) e rilasciando allo stesso lead manager la procura necessaria per poter sottoscrivere i contratti di garanzia e collocamento dell'offerta pubblica e dell'offerta istituzionale. Infine i partecipanti sottoscrivono e restituiscono la lettera inviata loro

dal capofila. La proposta contrattuale del lead manager viene, così, perfezionata nella stipula del patto consortile;

- ottenuta la stipula dei patti consortili, il capofila comunica alla società emittente l'esecuzione del mandato e la costituzione del consorzio.

Lo schema presentato è quello maggiormente diffuso ma, come vedremo nei prossimi paragrafi, potrebbero esservi differenti configurazioni dei rapporti tra società emittente, lead manager e consorziati.

I soggetti che compongono un consorzio di collocamento sono caratterizzati da differenti livelli di seniority. In particolar modo i membri senior sono rappresentati dallo sponsor/global coordinator e dai bookrunners. Essi prendono parte al processo fin dall'inizio, mentre i partecipanti con un livello inferiore di seniority, ossia i soggetti junior (co-lead e co-manager) vengono, solitamente, coinvolti a partire dalla presentazione organizzata per gli analisti finanziari e nella fase di marketing operativo e, dunque, il loro contributo sarà, principalmente, rivolto alla preparazione e divulgazione della ricerca ed ad un forte impegno nell'attività di investors education.

Per effetto della maggiore responsabilità e del più elevato livello di retribuzione, è emerso come, in realtà, gli unici interlocutori realmente interessati alla distribuzione delle azioni siano i membri con il massimo grado di seniority, ovvero i bookrunners, in quanto sono essi a gestire il libro ordini, ovvero il cosiddetto **book**, e sono fortemente coinvolti, per le ragioni che abbiamo ampiamente spiegato, nell'attività di allocazione delle azioni, congiuntamente alla stessa società quotanda.

I ruoli junior, di contro, sono ruoli definibili "di relazione", per i quali la remunerazione, tende ad essere prestabilita ed il cui coinvolgimento tende a concentrarsi soprattutto nella prima fase di implementazione del piano di marketing. Recentemente, infine, sono sorte nuove formule di marketing (come il co-bookrunner) attraverso cui membri junior del sindacato cercano di proteggere gli interessi di alcuni specifici clienti (secondo logiche territoriali) e di

ottenere titoli e riconoscimenti che possano aiutarli nella loro attività di promozione.

Il momento della scelta dei partecipanti al consorzio, il loro numero, la loro gerarchizzazione, il livello di coinvolgimento nelle attività e la definizione delle responsabilità di ciascuno di essi, risulta fondamentale e strumentale al successo dell'attività di diffusione dell'offerta e del collocamento delle azioni. La costituzione del consorzio dovrebbe seguire delle regole semplici ed efficaci, che tengano in debita considerazione la motivazione dei propri membri, la loro effettiva complementarietà e la possibilità di avere un ruolo attivo all'interno di un processo di IPO.

Tali decisioni sono, ovviamente, legate alla dimensione dell'offerta, alla sua complessità, allo sforzo distributivo richiesto ed alle relazioni che la società emittente ha con i partecipanti al consorzio. Per quanto concerne quest'ultimo punto, infatti, la scelta dei membri del consorzio di collocamento, può essere vista anche come un modo, da parte della società emittente, di remunerare le controparti bancarie che, nel corso degli anni, hanno sostenuto lo sviluppo della società quotanda, permettendole di giungere alla quotazione.

Chiaramente la remunerazione delle controparti bancarie che hanno supportato negli anni la società, non rappresenta l'unico obiettivo che quest'ultima ed il responsabile del collocamento, si pongono durante la scelta dei soggetti che faranno parte del consorzio. Si cerca, infatti, anche di:

- generare il più alto livello possibile di domanda;
- creare tensione di prezzo in modo tale da massimizzarlo;
- assicurare che vi sia un certo livello di competizione tra i partecipanti al consorzio tale da incentivare gli stessi ad operare nel modo più efficiente ed efficace possibile;
- minimizzare lo sforzo del coordinamento selezionando controparti il cui valore aggiunto sia tangibile e complementare;

- garantire un livello di partecipazione, interesse e, dunque, liquidità sul mercato secondario.

La fase più importante, durante il processo di costituzione di un consorzio di collocamento, è quella che ha ad oggetto la selezione dei membri senior. Essa richiede, generalmente, un tempo maggiore ed ha, certamente, una funzione strategica. Una volta avvenuta la scelta dei membri senior, poi, quella degli altri membri risulta essere più semplice e può avvenire anche a processo avviato.

Solitamente i criteri seguiti per la selezione dei membri del consorzio sono:

- *risorse a disposizione*, soprattutto per quanto riguarda le offerte di maggiori dimensioni. La collaborazione di più intermediari, infatti, può rendere il processo più snello e la due diligence più efficiente e completa. Inoltre la presenza di più soggetti può giovare, certamente, all'intero processo, in quanto il contributo di più parti può portare a delle scelte migliori e maggiormente ponderate;
- *livello di esperienza*, intesa come esperienza pregressa da parte dei membri in operazioni simili, esperienza legata al settore in questione, credibilità sia nei confronti della società emittente che nei confronti del mercato, aspetti che, come abbiamo avuto modo di spiegare, influiscono molto sul risultato dell'operazione. Tutto ciò aiuta, certamente, ad implementare eventuali processi di ristrutturazione, la preparazione dell'equity story, oltre alla creazione di un messaggio efficiente ed efficace da trasmettere al mercato. E' proprio in tale ottica che si rende necessario istituire una forza vendite specializzata che si occupi di gestire i rapporti con gli investitori più importanti, quelli che potrebbero fare da traino ad altri potenziali investitori;
- *distribuzione delle responsabilità e del potere gestionale*, che dovrebbero essere strutturati in modo tale da garantire uno sforzo distributivo efficiente in tutte le aree ove, almeno teoricamente, la domanda dovrebbe essere maggiore;

- *facilità di gestione delle decisioni*, in quanto la massimizzazione delle risorse e della capacità distributiva deve necessariamente essere bilanciata dalla capacità, da parte della società emittente, di gestire il processo decisionale nel modo più efficiente e rapido possibile. Un modo per poter assolvere a questa necessità, è quello di adottare un approccio organizzativo che risulti massimamente trasparente, e che, pertanto, consenta di prendere le necessarie decisioni anzitempo;
- *retribuzione ed incentivazione*. Per quanto riguarda la retribuzione, spesso, la sua distribuzione tra i membri del consorzio è definita da consuetudini di mercato. Chiaramente, maggiori sono le parti coinvolte all'interno del processo di allocazione, minori saranno le quote di partecipazione di ciascun membro. In tal caso è necessario assicurarsi che vi sia un livello di incentivazione adeguato per tutti i membri del consorzio, senza il quale si rischia di ridurre l'impegno da parte di questi ultimi e, dunque, le probabilità di successo dell'offerta. Tale obiettivo, come abbiamo già visto nel corso del primo capitolo dell'elaborato, può essere raggiunto attraverso la suddivisione del *gross spread* in una parte fissa ed una parte variabile legata alle performance mostrate dai membri senior del consorzio;
- *meccanismo di controllo* in quanto, solitamente, una grande banca d'affari conduce più operazioni contemporaneamente. Chiaramente tenderà a dare maggiore importanza alle operazioni di più grande dimensione, alle quali viene attribuito, ovviamente, un livello di prestigio maggiore. In tal senso può venirsi a creare un'asimmetria tra quelli che sono gli obiettivi di un coordinatore e l'importanza che, invece, la società quotanda attribuisce all'IPO. In tal caso, la selezione di più soggetti incaricati di coordinare le attività del consorzio, può rappresentare un modo per gestire il rischio suddetto, il quale, alternativamente, potrebbe anche essere gestito da soggetti esterni al consorzio come gli ECM advisors, il cui compito è quello di assicurare l'impegno da parte di tutti i

soggetti coinvolti nell'attività di diffusione dell'offerta e di distribuzione delle azioni oggetto dell'IPO.

I consorzi, dal punto di vista organizzativo, possono essere strutturati seguendo due criteri: regionalmente, attraverso un'attività di suddivisione dell'offerta ed una conseguente responsabilizzazione dei partecipanti per area geografica, oppure globalmente, attraverso una suddivisione delle tranches per tipologia di investitore (institutional, private e retail). Negli anni passati era molto più comune strutturare il consorzio secondo la prima modalità citata, mentre negli ultimi anni si è visto prevalere maggiormente la suddivisione tra tranches retail, private (ove presente) ed institutional. L'obiettivo è, chiaramente, quello di dare maggiore efficienza al processo massimizzando la domanda, in modo tale da creare competizione tra i potenziali investitori ed aumentare, così, il prezzo di collocamento. Per raggiungere il suddetto obiettivo, solitamente, sono previste delle clausole di *clawback*, che, come abbiamo già spiegato, sono opzioni che permettono di rimodulare la dimensione delle differenti tranches per dare maggior peso a quella che ha suscitato maggiore interesse presso gli investitori.

Per quanto riguarda, invece, la presenza di più bookrunners per un'unica offerta, si tratta di una modalità sorta in Gran Bretagna durante gli anni '80. Anch'essa è sorta con l'obiettivo di rendere più efficiente le attività di marketing e di collocamento delle azioni dell'emittente. Vi sono, infatti, degli intermediari altamente specializzati, a livello internazionale, nel mondo istituzionale, all'interno del quale hanno sviluppato rapporti molto intensi coi soggetti che ne fanno parte, tra cui, soprattutto *hedge funds*, che negli ultimi decenni hanno rappresentato una fonte di liquidità molto importante da cui attingere per poter dare una notevole spinta alle offerte in un contesto di IPO. Per tale motivo, al giorno d'oggi, è molto facile trovare consorzi di collocamento ove un bookrunner, con le competenze ed i rapporti di cui abbiamo detto, si occupa della tranche istituzionale, mentre un altro è responsabile dell'offerta pubblica.

3.3 Le differenti tipologie di consorzio

La costituzione di un consorzio di collocamento può essere funzionale ad esigenze della società emittente notevolmente differenti tra loro. Spesso, infatti, l'assenza di una struttura interna alla società che si occupi di diffondere i propri titoli e/o la necessità, nel contesto di una IPO, di raggiungere una ripartizione delle azioni tra il pubblico di almeno il 25% (flottante necessario alla quotazione), rendono necessario il ricorso ad un'organizzazione che, grazie alla sua capillare diffusione territoriale, sia in grado di raggiungere, molto più agevolmente, fasce più ampie di potenziali sottoscrittori e/o acquirenti del titolo.

Un altro motivo che può spingere una società quotanda a rivolgersi ad un consorzio di collocamento può consistere nella necessità di realizzare in breve tempo i risultati finanziari dell'operazione e di proteggersi contro i rischi derivanti da un mancato assorbimento dell'offerta da parte del mercato. In altri casi tale esigenza di copertura dei rischi è solo eventuale ed operante in seconda battuta rispetto alla più stringente necessità di classamento delle azioni.

In relazione alle necessità sopracitate sono state individuate dalla dottrina tre principali tipologie di consorzi:

- **consorzio di semplice collocamento** (selling group);
- **consorzio di assunzione a fermo** (purchase group);
- **consorzio di garanzia** (underwriting group).

A prescindere dalle differenze che si possono evidenziare a livello teorico, bisogna sottolineare che nell'ambito di un processo di IPO è possibile riscontrare la presenza di consorzi di garanzia di tipologia differente, ovvero è possibile che un consorzio dichiaratamente di un certo tipo posseda, poi, in virtù di particolari accordi, caratteristiche tipiche di un altro.

Per quanto riguarda il **consorzio di semplice collocamento**, esso ha come scopo unico quello di servire da rete distributiva per la società emittente, permettendo

ad essa di raggiungere una platea maggiore di potenziali investitori. Questo permette alla società emittente di poter diffondere la propria offerta senza dover necessariamente costituire una propria struttura che assolve a questa necessità. Il consorzio di semplice collocamento, però, non garantisce il risultato dell'operazione, pertanto il rischio permane in capo alla società quotanda. Per tale motivo, il ricorso a tale tipologia di consorzio, può essere utile soprattutto ad emittenti di titoli a reddito fisso che abbiano già propri titoli, del medesimo tipo, largamente diffusi e negoziati sui mercati. In pratica, si fa ricorso al consorzio di semplice collocamento soprattutto per allocare titoli obbligazionari e, date le caratteristiche di cui abbiamo detto, mal si presta ad assolvere alle esigenze proprie di un processo di IPO.

Per il collocamento azionario, invece, come vedremo, è preferibile, una volta escluso il diritto di opzione a favore dei soci ai sensi dell'art. 2441 c.c., offrire il titolo in pubblica sottoscrizione costituendo un consorzio di garanzia, oppure per il tramite di un consorzio di assunzione a fermo.

In alcuni casi, allo scopo di attribuire il rischio dell'operazione solo a determinati soggetti, vengono costituiti sia un consorzio di semplice collocamento, i cui membri, chiaramente, non supportano il suddetto rischio, sia un consorzio di garanzia. Formalmente i due consorzi di garanzia dovrebbero essere separati, ma in pratica i membri del secondo partecipano anche al primo che, dunque, di norma, è più numeroso. Vi è anche la possibilità che l'obbligo, a carico di un consorzio di assunzione a fermo, di offrire al pubblico le azioni acquistate venga adempiuto per via indiretta attraverso un consorzio di semplice collocamento. Infine vi possono essere dei consorzi di semplice collocamento nei cui patti consortili è prevista la cosiddetta clausola del "ritiro del prenotato", la quale attribuisce al capofila la possibilità, nel caso in cui un membro non sia riuscito a collocare l'intera quota di azioni assegnatagli, o di imporgli il ritiro, appunto, delle azioni non collocate obbligandolo a non negoziarle, se non a determinate condizioni di prezzo, prima di un determinato termine che, solitamente, coincide

con la data di ammissione alla quotazione ufficiale, oppure di assegnare tali titoli a membri presso i quali è stato prenotato un numero di azioni superiore alla quota che gli è stata assegnata. In tal caso il consorzio assolve sia alla funzione di semplice collocamento che a quella di garanzia senza la necessità di una compresenza delle due tipologie di consorzio.

Per quanto concerne, invece, il **consorzio di assunzione a fermo**, esso è caratterizzato dal fatto che i membri che ne fanno parte acquistano direttamente le azioni dalla società emittente obbligandosi, contestualmente, a ricollocarle sul mercato. In tal modo la società quotanda realizza immediatamente i risultati finanziari dell'operazione scrollandosi di dosso il rischio di un mancato o lento assorbimento dell'offerta da parte del mercato che potrebbero pregiudicare irrimediabilmente gli obiettivi per i quali la società aveva maturato la decisione di quotarsi in borsa. In tal caso non si può propriamente parlare di investimento mobiliare. In realtà la suddetta operazione, date le sue peculiari caratteristiche, si avvicina maggiormente ad un finanziamento da parte del consorzio a favore della società quotanda. Un finanziamento garantito dalle azioni acquistate e destinato a rientrare, in un tempo variabile a seconda delle condizioni di mercato, attraverso lo smobilizzo delle stesse azioni presso il pubblico. Dato che i membri del consorzio non acquistano i suddetti titoli con l'intenzione di assumere partecipazioni all'interno della società emittente, bensì con l'obiettivo, come detto, di riallocarli sul mercato, sembra non sussistere la necessità per essi di chiedere agli organi di vigilanza le autorizzazioni previste per l'assunzione di partecipazioni in società quotate, salvo, comunque, il potere in capo all'autorità di controllo di richiedere un forzoso smobilizzo delle azioni nel caso in cui si venga a creare un problema di scarsa liquidità del titolo in oggetto.

Ai partecipanti ad un consorzio di assunzione a fermo viene riconosciuto, oltre ad una retribuzione per l'attività di collocamento dei titoli da essi svolta, anche un ulteriore compenso per il rischio che supportano in data operazione.

Infine abbiamo il **consorzio di garanzia** che ha, in pratica, la stessa funzione del consorzio di assunzione a fermo con la differenza che i propri membri si impegnano a sottoscrivere solo le azioni che al termine del periodo di adesione all'offerta non si è riusciti a collocare presso gli investitori. La costituzione di un siffatto consorzio, dunque, dà alla società emittente la sicurezza del totale assorbimento dell'offerta. L'impegno preso dai membri del consorzio, inoltre, anche a causa della reputazione di cui essi godono sul mercato, serve ad infondere maggiore fiducia presso gli investitori riguardo la bontà dell'offerta. Gli intermediari, infatti, accettano di far parte di un consorzio di garanzia solo quando sono in grado di verificare l'effettivo valore delle azioni in oggetto e sono fiduciosi riguardo il risultato dell'operazione di collocamento. Nei fatti, per quanto appena detto, accade spesso che l'offerta venga integralmente assorbita dal mercato e venga a mancare il presupposto per far valere la clausola di garanzia. Pertanto il consorzio incassa la commissione aggiuntiva, per il rischio che comunque si assume, senza, però, alcun tipo di esborso.

Il ricorso a tale tipologia di consorzio è, oggi, molto diffuso tra le società che deliberano un aumento di capitale finalizzato alla successiva quotazione in borsa delle azioni. All'offerta di pubblica sottoscrizione in borsa di azioni, infatti, si accompagna quasi sempre la costituzione di un consorzio di garanzia che, nei fatti, rappresenta più un modo per valorizzare l'immagine della società quotanda che uno strumento di protezione dal rischio di mancato assorbimento dell'offerta da parte del mercato, che appare davvero minimo per quanto detto in precedenza.

3.4 L'istituzione del consorzio e gli schemi giuridici adottabili

Prima della costituzione di un consorzio di garanzia e prima ancora di una delibera di aumento di capitale volta alla quotazione in borsa del titolo, è necessario che si valuti l'effettiva possibilità di successo dell'operazione. Innanzitutto gli amministratori della società, prima di proporre un'operazione di IPO agli azionisti, devono essere al corrente della reale situazione economica della stessa e, soprattutto, devono valutare la capacità di recepire nuovi finanziamenti tenendo presente quelle che sono le condizioni del mercato in quel preciso momento storico.

Ancor più degli amministratori, però, vi sono soggetti in grado di valutare la capacità di una società di affrontare un processo di quotazione ed i risultati attesi dello stesso. Si tratta di intermediari finanziari, definiti **originating banks**, che, date le loro particolari competenze, riescono a selezionare le società che presentano i requisiti giusti per poter implementare un processo di quotazione con risultati positivi. Sono essi stessi che, una volta individuata una società che presenti le caratteristiche di cui abbiamo detto, le prospettano la possibilità di una IPO. Si tratta, sostanzialmente di quegli intermediari che, come visto nel capitolo secondo, nell'ambito di un pitch, si propongono anche per ricoprire il ruolo di sponsor/global coordinator all'interno del processo di quotazione. L'originating bank, dunque, quasi certamente ricoprirà anche il ruolo di lead manager del consorzio di collocamento, un ruolo, come abbiamo visto nel capitolo precedente, di fondamentale importanza per la realizzazione dell'operazione.

L'originating bank, dunque, a prescindere dal fatto che l'operazione venga, poi, effettivamente realizzata, compie un'importante attività a favore della società, in quanto quest'ultima viene sottoposta ad un'analisi da parte di un soggetto esterno, che ha tutto l'interesse ad effettuare una valutazione quanto più oggettiva possibile che metta in evidenza la sua reale situazione economica che difficilmente traspare dai propri bilanci o da una valutazione effettuata da un

soggetto interno e che risulta, certamente, meno oggettiva. Ciò che emerge da questa valutazione, infatti, potrebbe essere utilizzato dagli amministratori per pianificare, in modo consapevole, le future strategie di crescita della società cui appartengono. Come abbiamo evidenziato nel capitolo precedente, si tratta, sostanzialmente di una valutazione che ha ad oggetto, innanzitutto, il piano industriale della società, attraverso un'analisi comparativa con i piani di sviluppo dei maggiori competitors. Pur se questa attività svolta dall'originating bank è finalizzata ad un eventuale processo di quotazione, per essa non è previsto alcun rapporto contrattuale tra le parti in quanto, come detto, è lo stesso intermediario che, di propria iniziativa, effettua una valutazione della società per verificare la sussistenza dei requisiti necessari ad affrontare una IPO e solo successivamente la società decide se intraprendere tale attività sottoscrivendo un accordo con l'originating bank. In tal modo anche l'intermediario finanziario resta libero di interrompere in qualsiasi momento la propria attività di analisi senza l'obbligo di dover presentare i risultati emersi alla società oggetto di valutazione. Esso, infatti, non si preoccupa affatto dei costi sostenuti in tale fase preferendo recuperarli successivamente, qualora la società decida di dar seguito al processo di quotazione, sottoforma di *management fee* dovutagli in qualità di capofila del consorzio oppure, qualora non dovesse ricoprire tale ruolo, sottoforma di una percentuale della stessa fee in qualità di membro del consorzio.

Quando una società presenta i requisiti necessari per poter avviare un processo di IPO, chiaramente, diversi intermediari potrebbero essere interessati a guidare l'operazione nella veste di lead manager del consorzio, pertanto si instaura un rapporto competitivo tra essi. Ciascuno di essi porterà la propria offerta alla società, la quale sceglierà in base a alle condizioni che per essa risultano essere maggiormente convenienti e che potrebbero anche riguardare il prezzo stimato di quotazione delle azioni.

Dato che le informazioni pubbliche riguardo le società non ancora quotate non sono sufficienti ad effettuare una precisa stima del valore della stessa, c'è bisogno che si instauri un rapporto di collaborazione tra le parti. Non si tratta di un rapporto contrattuale, bensì di una semplice autorizzazione che permette all'emittente di acquisire, all'interno della struttura della società, tutte le informazioni necessarie. Tale attività, chiaramente, potrà essere soggetta ad un controllo più o meno stringente da parte degli organi sociali ed, in qualsiasi momento, ambo le parti potranno unilateralmente decidere di porre fine alla suddetta attività senza che la controparte abbia nulla a pretendere. Tuttavia non si escludono casi in cui, essendo tra loro totalmente separate l'attività preliminare e quella più propriamente consortile, quanto detto rappresenti un vero e proprio servizio che l'intermediario offre alla società e, in quanto tale, venga regolato contrattualmente e preveda una remunerazione a favore dello stesso intermediario.

Da quanto emerge, dunque, generalmente, il rapporto che si instaura tra la società e l'emittente è un rapporto basato esclusivamente sulla fiducia in quanto non vi è alcun tipo di contratto tra le parti. Di conseguenza, da un lato l'intermediario che effettua la stima del valore della società non è certo che in seguito, in sede di costituzione del consorzio, venga scelto come capofila dello stesso, dall'altro la società corre il rischio che l'intermediario possa diffondere informazioni sul proprio conto. La prima problematica potrebbe essere risolta subordinando l'attività preliminare alla stipula di un accordo di prelazione il quale preveda che, nel caso in cui la società quotanda decida di dar seguito al processo di quotazione, essa nomini come capofila l'intermediario che si è occupato dell'attività preliminare. Per quanto concerne, invece, il problema della divulgazione delle informazioni, talune delle quali potrebbero anche essere di natura sensibile, esso non si porrebbe nel caso in cui vi fosse un accordo formale tra le parti in quanto, in tal caso, viene quasi sempre contrattualizzata una clausola che obbliga, appunto, l'intermediario a non diffondere le informazioni recepite attraverso l'attività svolta. Il problema sorge, invece, quando il rapporto

tra le parti, come accade quasi nella totalità delle circostanze, non è contrattualizzato. In tal caso si potrebbe far appello al principio del "*neminem laedere*", secondo il quale le parti sono costrette ad operare astenendosi da comportamenti lesivi nei confronti della controparte. In definitiva si può affermare che vi sia la necessità di un rapporto tra l'*originating bank* e la società fondato saldamente sulla fiducia, il che ridurrebbe enormemente i rischi di cui abbiamo detto.

Una volta conclusasi la fase preliminare, la cui durata varia a seconda dei casi, con un parere favorevole da parte della società sull'opportunità di avviare un processo di IPO, e a seguito della definizione delle caratteristiche tecnico-giuridiche delle azioni da emettere e della predisposizione della documentazione necessaria ad ottenere le opportune e necessarie autorizzazioni da parte delle autorità istituzionali, si pone il problema di coordinare gli accordi tra il soggetto che dirigerà il consorzio (solitamente l'*originating bank*) e gli atti interni della società volti a rafforzare la volontà da parte di quest'ultima a quotare le proprie azioni.

Nel momento in cui gli amministratori sottopongono all'assemblea la relativa delibera necessaria per poter proseguire con il suddetto processo, spesso, comunicano anche agli azionisti che si sono assicurati il collocamento delle azioni che verranno, poi, emesse, comunicazione che dovrebbe presupporre il raggiungimento di un accordo con il consorzio. Tutto ciò genera delle incongruenze in quanto la delibera da parte dell'assemblea dei soci è un presupposto di fatto per l'efficacia dell'accordo per cui è necessario che quest'ultimo sia soggetto ad una clausola condizionale che lo renda efficace solo nel caso di una delibera favorevole da parte dell'assemblea dei soci che non può essere spodestata del potere decisionale in merito all'operazione in oggetto. Dall'accordo tra l'organo amministrativo e l'emittente, infatti, non si può ricavare un obbligo in capo all'assemblea di votare a favore dell'emissione, in quanto tale decisione spetta ai soli soci ed esula dai poteri dell'organo amministrativo, al

quale, invece, spetta, il compito di scegliere il lead manager del consorzio ed, in accordo con quest'ultimo, gli altri membri dello stesso.

Nella pratica accade che difficilmente il consorzio venga costituito prima della delibera assembleare. L'accordo tra le parti, infatti, viene perfezionato solo a seguito della suddetta delibera mediante la firma, per accettazione, di una copia della lettera (patto consortile) inviata dal capofila dello stesso consorzio. La citata lettera è l'unico documento giuridicamente vincolante, dato che gli eventuali scritti antecedenti ad essa hanno solo funzione probatoria delle trattative svoltesi fino a quel momento.

Per quanto detto, lo schema giuridico che sembrerebbe più adatto, e che non a caso è quello più frequentemente utilizzato dagli intermediari finanziari, consiste, una volta terminata l'attività preliminare, e spesso prima della delibera assembleare, nel conferire al lead manager un **mandato** a costituire e dirigere il consorzio di garanzia. In tale mandato, inoltre, vengono riportate, oltre alla clausola condizionale di cui abbiamo detto, anche gli obblighi che dovranno assumere i futuri consorziati ed il corrispettivo ad essi riservato e calcolato come percentuale del controvalore delle azioni che verranno collocate sul mercato. In tale schema, dunque, il capofila risulta essere **mandatario della società**.

Per quanto riguarda gli obblighi di natura giuridica in capo al lead manager, quest'ultimo è chiamato a formalizzare i **patti consortili** con i soggetti che prenderanno parte al consorzio, ai quali farà seguito la cosiddetta "**lettera di impegno**" che rappresenta una comunicazione di esecuzione del mandato da parte del capofila nei confronti della società. La suddetta successione di atti (mandato, patti consortili e lettera di impegno), dunque, rappresenta la più idonea a realizzare gli interessi di tutte le parti coinvolte nell'operazione. Il mandato, infatti, consente di definire i principali aspetti che dovranno caratterizzare il consorzio di collocamento e di consolidare la scelta della società riguardo il lead manager del consorzio, la cui validità, però, viene subordinata alla delibera assembleare grazie alla clausola condizionale. Lo stesso mandato,

poi, rappresenta il necessario presupposto per la stipula dei patti consortili, i quali, solitamente, vengono posti in essere successivamente alla delibera assembleare e all'ottenimento delle autorizzazioni di legge, ma può accadere che l'organo amministrativo voglia comunicare all'assemblea dei soci l'avvenuta costituzione di un consorzio già prima che essa deliberi a favore dell'avvio di un processo di IPO.

Come vedremo, trattando degli altri schemi giuridici, è sempre possibile che la società preferisca non conferire alcun mandato all'intermediario capofila del consorzio. Pertanto, in tal caso, l'efficacia dei patti consortili sarà subordinata all'accettazione della lettera di impegno da parte della società, la quale lettera, dunque, assumerà il valore di una proposta contrattuale, oppure può accadere che l'impegno venga preso dal solo capofila che, in seguito, stipulerà i patti consortili per proprio conto.

Ritornando allo schema giuridico iniziale, una volta conferito il mandato, che sarà certamente con rappresentanza per evitare inutili complicazioni, al lead manager, quest'ultimo si attiverà per stipulare i patti consortili in nome e per conto della società emittente. Le controparti si impegneranno, sostanzialmente, a collaborare al classamento delle azioni nel caso di un consorzio di semplice collocamento, ad acquistare direttamente la propria quota di azioni e, contestualmente, a collocarle presso il pubblico nel caso di un consorzio di assunzione a fermo, oppure garantiranno pro quota il collocamento dell'emissione nel caso di consorzio di garanzia. Il capofila, oltre ad organizzare e dirigere il consorzio, stabilisce anche, in nome e per conto della società, l'ammontare delle provvigioni che spettano a ciascun membro, entro il limite, chiaramente, della commissione complessiva definita con la stessa società emittente. Nel mandato, infatti, o, nel caso si adotti uno schema giuridico differente da quello fin'ora analizzato, nella lettera di impegno, viene fissata solo la commissione complessiva che la società pagherà al consorzio nel suo insieme. E' tramite i patti consortili, poi, come abbiamo visto nel primo capitolo

dell'elaborato, che tale commissione viene suddivisa: una parte serve a remunerare l'attività preliminare, un'altra l'attività di direzione del consorzio ed, infine un'altra ancora serve a remunerare i membri del consorzio per l'attività di collocamento, assunzione a fermo o garanzia da essi svolta. Chiaramente le prime due fette della commissione complessiva spettano all'originating bank che, solitamente, è anche lead manager del consorzio, mentre l'ultima fetta viene spartita tra tutti i partecipanti al consorzio di garanzia (lead manager compreso). E' chiaro, dunque, come avevamo anticipato nel capitolo primo, che vi è un soggetto all'interno del processo di IPO che, verosimilmente, ricoprirà allo stesso tempo le cariche di sponsor, global coordinator, originating bank e capofila del consorzio e che, pertanto, oltre ad ottenere una remunerazione molto importante e di gran lunga superiore rispetto a quella concessa agli altri intermediari finanziari che prendono parte al processo di quotazione, assume un ruolo cruciale all'interno di quest'ultimo. Il prestigio che può derivare da un successo dell'operazione e le elevate commissioni da incassare sono le due maggiori ragioni che spingono un intermediario finanziario a proporsi come sponsor.

Una volta stipulati i patti consortili, l'intermediario capofila del consorzio invia alla società la lettera di impegno che, richiamando il mandato, le delibere assembleari e le autorizzazioni concesse, ha lo scopo di riepilogare nei confronti della società i risultati raggiunti, informandola anche dell'avvenuta costituzione del consorzio e degli accordi conclusi in suo nome.

Un secondo possibile schema giuridico è quello che prevede l'invio della lettera di impegno alla società da parte del lead manager dopo che a quest'ultimo sia stato conferito il relativo mandato da parte dei consorziati a seguito della stipula dei patti consortili. In pratica si tratta, come avevamo anticipato, di una proposta contrattuale, già definita in tutti i suoi aspetti, rivolta dal consorzio, rappresentato dal capofila mandatario, nei confronti della società, alla cui accettazione è subordinata l'efficacia dei patti consortili, all'interno dei quali è

stato definito anche il termine ultimo entro il quale dovrà avvenire l'accettazione da parte della società della lettera di impegno ad essa pervenuta.

Il mandato che viene conferito dai consorziati al lead manager potrà essere con o senza rappresentanza. In quest'ultimo caso bisognerà, dunque, stipulare singoli rapporti bilaterali tra la società ed i membri del consorzio. Nel primo caso, invece, vengono a ridursi le complicazioni in quanto ogni diritto ed obbligo derivante dagli atti compiuti per conto del consorzio verrà attribuito al capofila. Rispetto al primo schema giuridico analizzato, dunque, muta notevolmente lo scopo dell'attività svolta dal lead manager. Essa, infatti, non sarà più effettuata nell'interesse della società, bensì in quello dei consorziati, con la diretta conseguenza che il capofila del consorzio non sarà più responsabile nei confronti della società per propri comportamenti che non si riflettano direttamente su obblighi da esso assunti personalmente. In pratica il capofila è **mandatario del consorzio** e non più della società. Il maggiore problema legato a tale schema giuridico è rappresentato dal fatto che la società potrebbe non accettare l'offerta formulata dal consorzio attraverso la lettera di impegno e ciò potrebbe invalidare tutto quanto prodotto dal lead manager e dai consorziati fino a quel momento; vi sarebbe, in tal caso, un'importante perdita di risorse a discapito dei membri del consorzio.

Infine, il terzo schema giuridico che potrebbe essere implementato è quello che ha caratterizzato le prime operazioni di questo genere e, pertanto, si configura come schema tradizionale, anche se al giorno d'oggi è stato soppiantato dal primo schema di cui abbiamo trattato, in quanto attribuisce un ruolo eccessivo al capofila. In esso, infatti, la lettera di impegno è una proposta contrattuale inviata dal lead manager alla società emittente e firmata da quest'ultimo per accettazione. Con essa il capofila si impegna ad assumersi a proprio carico la gestione dell'operazione, senza agire per conto di altri intermediari. La suddetta lettera di impegno è, sostanzialmente, suddivisa in tre parti. La prima parte riguarda, in particolar modo, le caratteristiche principali dell'offerta, ovvero

dimensione della stessa, prezzo stimato di quotazione, numero di azioni da collocare e così via. Nella seconda parte, invece, vengono riportati gli obblighi che l'intermediario si assume nei confronti della società emittente e che consistono, essenzialmente, nel semplice classamento dei titoli nel caso si tratti di un consorzio di collocamento, nella sottoscrizione e/o acquisto delle azioni con l'impegno di ricollocarle presso gli investitori nel caso di un consorzio di assunzione a fermo, oppure, infine, nel rilevare le azioni rimaste invendute nel caso di un consorzio di garanzia. Nell'ultima parte, infine, viene definito il compenso che serve a remunerare l'intera attività svolta dall'intermediario e che, solitamente, viene rapportato ad una percentuale dell'ammontare complessivo delle azioni oggetto dell'operazione, oppure è da calcolarsi in relazione al numero delle azioni collocate, o ancora può essere definito per differenza tra il prezzo di rilievo dell'emissione e quello di vendita al pubblico; compenso che dovrà, poi, essere ripartito dal capofila anche tra gli altri intermediari che hanno preso parte all'operazione. Una volta concluso l'accordo con la società, l'emittente stipula i patti consortili con i membri del consorzio. In tale schema giuridico, dunque, è possibile configurare un ruolo di **dominus** da parte del capofila. Quest'ultimo, infatti, non fa altro che riconoscere ai membri del consorzio una percentuale della commissione che gli verrà riconosciuta dalla società in cambio di un determinato apporto che varia a seconda della tipologia di consorzio che è stata costituita. Solitamente, in tale circostanza il lead manager stipula contratti singoli con i partecipanti al consorzio, prevedendo per ciascuno di essi termini contrattuali differenti. Pertanto, possiamo affermare che uno schema giuridico definito in tal modo comporta una gestione esclusiva dell'operazione in capo al lead manager del consorzio, mentre gli altri consorziati non potranno agire nei confronti della società se non in via surrogatoria.

Come abbiamo detto in precedenza, comunque, tale schema giuridico è ormai in disuso, mentre quello più utilizzato, al giorno d'oggi, prevede che il capofila del consorzio sia un mandatario della società.

Per quanto concerne, invece, la scelta dei componenti del consorzio, come avevamo anticipato, essa rappresenta una prerogativa del capofila anche se, in talune circostanze, la società emittente fa pressione affinché vengano inseriti, all'interno dello stesso consorzio, banche o altri intermediari finanziari coi quali intrattiene già rapporti di differente natura e dei quali ha fiducia. Nelle offerte di maggiori dimensioni e di maggiore complessità, oppure quando vi è il rischio che parte delle azioni restino invendute, può anche accadere che vengano fissate delle riunioni tra il lead manager del consorzio, la società emittente ed alcuni dei principali intermediari che prenderanno parte al consorzio con l'obiettivo di concordare, sulla base dell'esperienza dei partecipanti, la strategia da seguire, anche se, a causa dello scarso tempo a disposizione e dell'impegno che comportano tali incontri, si tratta di un'ipotesi abbastanza rara.

Per quanto attiene, invece, alle caratteristiche che un soggetto deve possedere per poter far parte di un consorzio, risultano, certamente, più adatti gli istituti bancari. Essi, infatti, riescono a far fronte alla necessità di un'ampia diffusione territoriale grazie alla loro rete capillare di sportelli che permette di raggiungere anche i piccoli e medi risparmiatori, aspetto fondamentale soprattutto quando si tratta di un consorzio di semplice collocamento. Inoltre hanno ingenti disponibilità finanziarie, che servono a far fronte agli impegni assunti nei confronti della società emittente, e una certa capacità di collocare nel tempo le azioni rimaste invendute: entrambi i requisiti risultano fondamentali quando si tratta di un consorzio di assunzione a fermo, mentre per un consorzio di garanzia lo è soprattutto il secondo.

Un'altra categoria di intermediari che potrebbe prendere parte ad un consorzio è rappresentata dalle imprese di investimento che presentano i requisiti previsti dalla legge. In particolar modo, esse, pur non disponendo di un'ampia clientela, sono particolarmente specializzate in tali operazioni e presentano un'elevata capacità di selezione degli investimenti, specie quelli riguardanti i titoli azionari.

Le sopracitate categorie di intermediari finanziari sono le uniche che possono prendere parte ad un consorzio nell'ambito di un processo di IPO, con netta prevalenza, come detto, degli istituti di credito. La partecipazione di tali soggetti ad un consorzio avviene tramite accettazione del patto consortile che non è altro che una lettera inviata dal capofila del consorzio a ciascun potenziale partecipante. Pertanto, il risultato è una serie di accordi bilaterali tra il capofila del consorzio e gli altri membri che accettano il patto consortile offertogli.

Solitamente il lead manager sceglie i potenziali membri del consorzio tra i soggetti coi quali ha avuto già modo, in passato, di collaborare in analoghe operazioni, o con i quali intrattiene particolari rapporti d'affari. Non è inusuale, infatti, che due o più intermediari collaborino, contemporaneamente, in più consorzi, anche se con ruoli differenti all'interno degli stessi. Ciò porta alla creazione di una cerchia quasi chiusa di intermediari finanziari che collaborano tra loro per la realizzazione di differenti operazioni. La mancata accettazione dei patti consortili da parte di un soggetto è molto rara dato il rischio di uscire da quella cerchia di cui dicevamo oppure, per i nuovi entranti, di non avere ulteriori possibilità in futuro di farne parte, opportunità molto importante visti i guadagni che si ottengono sia in termini di prestigio ed immagine sia in termini di commissioni incassate.

Il tempo a disposizione per la conclusione dei patti consortili è, solitamente, molto ristretto: per i consorzi di semplice collocamento, molto spesso, la costituzione avviene nel giro di qualche giorno. Solo nel caso in cui venga adottato lo schema giuridico ove il capofila risulta essere mandatario dei consorziati, i tempi per la sottoscrizione dei patti consortili e per la scelta del lead manager potrebbero essere più lunghi. In quest'ultimo caso, infatti, le trattative tra i vari soggetti partecipanti al consorzio, e la contestuale scelta del lead manager che organizzerà e coordinerà le operazioni, agendo per conto degli altri consorziati, avvengono su un piano di parità.

L'analisi più puntuale riguardo i consorzi di collocamento che abbiamo voluto affrontare nel suddetto capitolo ci è servita per comprendere la complessità del ruolo che uno sponsor è chiamato a rivestire. Il regolamento di Borsa Italiana, infatti, all'art. 2.3.2, prevede che lo sponsor ricopra anche il ruolo di lead manager di almeno uno dei consorzi costituiti per realizzare l'operazione. Pertanto, quanto detto riguarda, certamente, in prima persona lo sponsor anche se, come ricordato, possono essere nominati anche altri soggetti, oltre lo sponsor, a ricoprire il ruolo di lead manager, soprattutto quando si tratta di offerte di maggiori dimensioni e complessità.

Quanto detto ha messo in evidenza il ruolo fondamentale svolto in tale fase dal capofila del consorzio, e dunque dello sponsor, a conferma di quanto tale elaborato si propone di dimostrare.

Capitolo IV

Garantire il successo dell'offerta: Underpricing e Greenshoe option

4.1 Premessa

Nel quarto ed ultimo capitolo dell'elaborato parleremo delle tecniche utilizzate per garantire il successo all'offerta in fase di collocamento e nella fase immediatamente successiva, definita *aftermarket*. In particolar modo, nella prima parte affronteremo la tematica relativa al fenomeno dell'underpricing, facendo una panoramica sulle cause che lo determinano individuate dalla letteratura economica e sugli effetti che esso genera. Nella seconda parte, invece, discuteremo delle tecniche di supporto al corso dei titoli nei 30 giorni successivi alla quotazione. Sia nella definizione dell'underpricing che nel sostegno al prezzo delle azioni sul mercato, come vedremo, gioca un ruolo fondamentale lo sponsor/global coordinator.

Per underpricing, come vedremo, si intende differenza tra il prezzo di quotazione e il prezzo di scambio delle azioni sul mercato secondario registrato nel primo giorno di contrattazioni. Questo fenomeno è stato oggetto di numerosi studi da parte della letteratura economica che gli ha attribuito diverse spiegazioni. A seconda dell'approccio, l'underpricing viene visto come un mezzo per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta, o come un mezzo per evitare eventuali controversie legali con gli azionisti o per evitare un loro disinteresse nei confronti del titolo. Ancora l'underpricing può essere visto come uno strumento per generare eccesso di domanda dei titoli, creando così un azionariato maggiormente diffuso e rendendo la società più difficile da scalare. Quasi tutti i modelli teorici sviluppati dalla letteratura partono, come vedremo, dall'ipotesi di presenza di asimmetrie informative tra i vari soggetti coinvolti nel collocamento (società emittente, responsabili del collocamento e investitori esterni). E' possibile però fare una distinzione fra i modelli per i quali l'underpricing risulta essere una strategia volontariamente perseguita e modelli in cui invece l'underpricing viene spiegato come una risultante delle relazioni contrattuali tra emittente e responsabili del collocamento. Analizzeremo, dunque in questo capitolo le varie teorie che tentano di spiegare il fenomeno dell'underpricing,

concentrandoci maggiormente su quelle che vedono in tale pratica il tentativo di garantire una performance ottimale al titolo ex post e assumendo come sempre la prospettiva dello sponsor/global coordinator.

L'underpricing genera uno spostamento di ricchezza dai vecchi azionisti a favore degli investitori che decidono di acquistare le azioni della società. E' empiricamente provato che vi possono essere delle scelte in fase di quotazione definite "price sensitive" che riducono la necessità di tale sconto. Tra esse quella che a noi interessa maggiormente è quella legata al prestigio della banca scelta come sponsor. A completamento di tale tematica riporteremo una serie di analisi quantitative aventi ad oggetto proprio l'underpricing.

Nella seconda parte del capitolo, invece, parleremo del ruolo dello sponsor nella fase dell'**aftermarket**, ossia nella fase immediatamente successiva al collocamento delle azioni. In tale fase, in particolar modo, lo sponsor è chiamato a stabilizzare il corso delle azioni sul mercato. Per assolvere a tale compito il responsabile del collocamento ha la facoltà di intervenire direttamente sul mercato per supportare il titolo qualora si verificassero sbilanciamenti tra domanda e offerta. Tale facoltà, concessa al responsabile del collocamento per un periodo di 30 giorni, come vedremo, rappresenta l'unica possibilità regolamentata di intervenire a supporto di un titolo per stabilizzarne il prezzo.

Il suddetto meccanismo è reso possibile dall'esistenza di un'opzione, nota come **greenshoe** o **overallotment** che consente di dare flessibilità all'ammontare di azioni collocabili presso gli investitori in fase di classamento. Questa flessibilità è resa possibile, come vedremo, da un contratto di prestito titoli (**stock lending**) per un periodo di 30 giorni circa che il responsabile del collocamento sottoscrive con alcuni azionisti. Se nel mercato secondario, dunque, il prezzo delle azioni scende al di sotto del prezzo di offerta, il global coordinator può coprire le sue posizioni corte (derivanti dalla vendita allo scoperto), acquistando titoli sul mercato in modo da sostenerne il prezzo senza esercitare, pertanto, la greenshoe option. Le azioni in oggetto, inoltre potrebbero anche essere azioni di

nuova emissione ma il concetto non cambia. Nel caso in cui, invece, il processo di quotazione abbia successo e, quindi, vi è un eccesso di domanda da parte del mercato, il global coordinator per coprire le sue posizioni corte non si rivolge al mercato bensì esercita la greenshoe option, la quale in questo caso rappresenta un'ulteriore modalità di remunerazione per i responsabili del collocamento. Tipicamente la greenshoe è compresa tra il 10 e il 15% dell'offerta complessiva. Anche in questo caso analizzeremo con attenzione il ruolo svolto dallo sponsor/global coordinator e apporteremo delle analisi di tipo quantitativo a completamento della tematica.

4.2 Underpricing: teorie economiche a confronto

Numerose ricerche effettuate dalla letteratura economica hanno messo in evidenza come la maggior parte dei processi di IPO sia caratterizzata da una differenza positiva tra il prezzo di scambio dei titoli sul mercato secondario registrato nel primo giorno di contrattazioni ed il prezzo di quotazione. Questo vuol dire che i titoli delle società vengono sottovalutati, o meglio sottoprezzati, rispetto al loro reale valore di mercato. In pratica la società quotanda concede uno sconto sul prezzo delle azioni a favore dei nuovi azionisti che le acquistano o le sottoscrivono. Tale fenomeno, infatti, viene definito **underpricing** o **sconto di quotazione**. Quanto detto è in contrasto con la teoria dei mercati dei capitali perfetti, secondo la quale i titoli dovrebbero essere scambiati al loro reale valore di mercato e le società non dovrebbero essere propense al “*leave money on the table*”. Da quasi quarant’anni gli studiosi analizzano il fenomeno e cercano di dargli una spiegazione. Le conclusioni a cui ci si è giunti sono differenti e ciascuna spiega, in parte, il motivo per cui le società decidono, deliberatamente, in fase di quotazione, di offrire le proprie azioni ad un prezzo scontato. Tutti gli studi effettuati sono, chiaramente, supportati da evidenze empiriche che riporteremo anche all’interno di suddetta trattazione. Secondo alcuni l’underpricing è un mezzo per incentivare gli investitori ad acquistare le azioni della società. I potenziali investitori, infatti, essendo a conoscenza del reale valore del titolo della società in oggetto, grazie alle numerose analisi effettuate dagli analisti finanziari in fase di due diligence, decidono di acquistare le azioni ben sapendo che nei giorni successivi, con molta probabilità, esse tenderanno ad apprezzarsi. L’underpricing può essere visto anche come un meccanismo per generare eccesso di domanda in modo tale da ottenere un azionariato largamente diffuso e rendere la società più difficilmente scalabile. Come vedremo nel prosieguo del capitolo, analizzando le varie teorie economiche a riguardo, nessuna di esse riesce a spiegare in modo esaustivo questo fenomeno, che sembrerebbe essere più la risultante di una serie di fattori che concorrono alla definizione di un prezzo di quotazione scontato.

Solitamente le società effettuano il collocamento azionario in più tranches. La prima tranche di azioni viene collocata ad un prezzo scontato. Questo per fare in modo che vi sia, come dicevamo, un eccesso di domanda e che il mercato abbia il tempo di risolvere le proprie asimmetrie informative e di comprendere la bontà dell'offerta. In pratica si dà il tempo ai potenziali investitori di comprendere che il titolo della società è sottovalutato e ciò genera un effetto contrario, e solitamente più che proporzionale, rispetto all'underpricing. In base a tale effetto, definito **overshooting**, nei giorni successivi alla quotazione, il prezzo del titolo sul mercato secondario supera il prezzo di equilibrio, facendo traslare la curva di domanda e compensando la società per la perdita iniziale. In pratica la prima tranche di azioni viene emessa ad un prezzo scontato per assicurare il successo dell'operazione ed il collocamento dei titoli, mentre la seconda tranche viene emessa ad un prezzo più elevato per ricompensare la società della perdita dovuta allo sconto concesso sulla prima tranche.

Secondo parte della teoria, l'underpricing trae origine dalla presenza di asimmetrie informative tra la società emittente ed i potenziali investitori, ovvero il mercato. Tali studiosi, infatti, affermano che l'emittente è in possesso di un set informativo più completo rispetto a quello posseduto dagli investitori. Pertanto gli investitori che acquistano o sottoscrivono le azioni chiedono il pagamento di un premio per il rischio di adverse selection di cui si fanno carico. Maggiore sarà il livello di asimmetria informativa percepito, maggiore sarà il rischio cui vanno incontro gli investitori e, dunque, maggiore sarà il premio al rischio, definito in termini di underpricing, che essi chiederanno (Chemmanur, 1993). Both e Chua (1996), invece, come vedremo, si sono posti il problema di indagare sulla relazione esistente tra l'underpricing e la liquidità del titolo nel mercato secondario. Secondo loro esisterebbe una relazione transitiva tra l'underpricing, la frammentazione azionaria e la liquidità del titolo: le IPO sarebbero intenzionalmente scontate per diversificare l'azionariato post-IPO e incrementare, conseguentemente, la liquidità del titolo nel mercato secondario. Partendo dalla loro analisi, anche altri studiosi, tra cui Ellul e Pagano (2006),

hanno riscontrato l'esistenza di una correlazione positiva esistente tra l'underpricing e le compravendite registrate sul mercato secondario. Essi affermano che la liquidità attesa ed il rischio di illiquidità sono tra le più importanti determinanti dell'underpricing. Gli studi e le analisi condotte dai suddetti studiosi, infatti, mostrano che per le quotazioni ove è stato ipotizzata una certa illiquidità del titolo nel mercato secondario, viene richiesto dai sottoscrittori delle azioni un maggiore premio al rischio, ovvero un maggiore sconto di quotazione.

Più in generale, è possibile operare una distinzione tra i modelli teorici in cui l'underpricing è visto come una strategia volutamente implementata dalla società emittente, da un lato, ed i modelli in cui lo sconto di quotazione risulta essere una conseguenza dell'interazione e delle relazioni contrattuali esistenti tra l'emittente e la banca d'investimento, dall'altro.

Nell'ambito del primo filone di studi, possiamo ricordare il lavoro e l'analisi svolta da Rock (1986). Egli ipotizza che vi siano degli investitori meglio informati rispetto ad altri riguardo la reale situazione economico, finanziaria e patrimoniale di una società che decide di quotare le proprie azioni. Quando, dunque, gli investitori informati e quelli non informati sono in competizione tra loro nell'adesione ad un'offerta, può sorgere un problema di adverse selection. In pratica se il prezzo di quotazione risulta essere inferiore rispetto al valore atteso delle azioni, gli investitori non informati vengono sistematicamente razionati e le azioni finiscono quasi totalmente nelle mani degli investitori maggiormente informati. Nel caso inverso, invece, in cui il prezzo di quotazione risultasse superiore rispetto al valore atteso delle azioni, gli investitori informati non acquisterebbero le azioni in oggetto. Pertanto, l'emittente, per fare in modo che aderisca all'offerta un numero elevato di potenziali investitori, ricomprendendo anche quelli maggiormente informati, deve necessariamente fissare un prezzo di quotazione più basso, generando così underpricing.

All'interno dello stesso filone di studi possiamo ricomprendere anche Allen e Faulhaber (1989), secondo i quali le imprese hanno informazioni riguardo i loro progetti d'investimento che non sono accessibili da parte degli investitori esterni. Le imprese con le migliori prospettive di profittabilità tentano di segnalare la bontà della propria offerta attraverso un più basso prezzo di quotazione, oltre al numero delle azioni trattenute e non collocate sul mercato. Collocare azioni con underpricing può essere un importante segnale che si lancia al mercato ed agli investitori in quanto solo le imprese con maggiore potenzialità di apprezzamento del proprio valore possono, poi, recuperare le perdite generate dall'underpricing attraverso un nuovo collocamento ad un prezzo più elevato, come abbiamo prima spiegato. Una delle implicazioni del modello teorico ora analizzato, dunque, è che le imprese che si quotano con un importante underpricing, vendono o emettono solo una quantità ristretta di azioni in fase di IPO, in modo tale da poter effettuare, poi, nuovi collocamenti a prezzi più elevati.

Nel modello di Booth e di Chua (1996), invece, l'underpricing è funzionale a generare un elevato frazionamento della compagine societaria in seguito all'IPO, in modo tale che si renda più difficile una scalata e l'azionista di maggioranza possa continuare a godere dei propri vantaggi. Tutto questo genera, ovviamente, anche una maggiore liquidità del titolo ed un minore costo del capitale per l'impresa. L'underpricing, infatti, permette di ottenere un elevato livello di *oversubscription* e, quindi, fa sì che le azioni vengano distribuite ad un numero maggiore di nuovi azionisti. In tal modo si può razionare il numero degli investitori che richiedono più azioni. Secondo i suddetti autori, inoltre, gli investitori devono sostenere elevati costi informativi e, pertanto, l'underpricing rappresenta anche un modo per compensare gli investitori ex post per i costi informativi sostenuti ex ante il collocamento delle azioni.

Infine, tra le teorie che considerano l'underpricing come un meccanismo implementato volutamente dalle società emittenti, bisogna ricordare il lavoro svolto da Brennan e Franks (1997). La spiegazione che essi danno al fenomeno

dell'underpricing è, per certi versi, simile a quella di Booth e Chua (1996). Anche secondo loro, infatti, l'underpricing è un meccanismo per favorire una struttura azionaria post-IPO sufficientemente dispersa, impedendo che vi siano azionisti con rilevanti quote di partecipazione al capitale della società. Dalle loro analisi, infatti, emerge come, nelle IPO con elevato underpricing, gli investitori che fanno richiesta di ingenti quantitativi di azioni vengono sistematicamente razionati. In tali casi, infatti, la scelta degli investitori ai quali attribuire le azioni avviene in modo discrezionale da parte del global coordinator, in accordo con l'emittente, e non seguendo una regola predeterminata come la suddivisione pro-quota. Gli autori mostrano come vi sia una correlazione positiva tra underpricing e grado di diffusione della proprietà negli anni successivi all'IPO. Un'altra evidenza del loro studio è rappresentata da una correlazione negativa tra underpricing e quota dei managers/azionisti di controllo in seguito all'IPO. Per l'azionista di controllo, maggiore sarà la quota che verrà ceduta in sede di IPO, maggiore sarà l'interesse ad attuare l'underpricing per favorire la dispersione dell'azionariato post-IPO e mantenere i propri diritti di controllo ed i connessi benefici privati che ne conseguono.

Per quanto concerne, invece, le teorie secondo le quali l'underpricing è frutto delle interazioni e dei rapporti contrattuali tra emittente e banca d'investimento, partiamo dall'analisi effettuata da Baron e Homstrom (1980). Essi evidenziano il potenziale conflitto di interesse esistente tra underwriter ed emittente. Mentre il primo è interessato a fissare un prezzo basso di quotazione in modo tale da limitare i costi e l'impegno nella fase di marketing e di distribuzione dei titoli, l'emittente ha come obiettivo quello di fissare il più elevato prezzo di quotazione possibile in modo tale da massimizzare il ricavato derivante dall'operazione di quotazione. Tuttavia gli autori sottolineano come la crescente concorrenza nel mercato dell'investment banking dovrebbe attenuare il conflitto di interessi citato. Nel modello di Baron (1982), all'interno di un processo di IPO, l'underwriter è in possesso delle informazioni riguardanti la potenziale domanda e lo stato del mercato, alle quali l'emittente non ha accesso. Si tratta, infatti, di

informazioni che la banca ha raccolto durante la fase di marketing e che non sono totalmente a disposizione della società emittente. Inoltre la società emittente non ha modo di osservare l'impegno profuso dall'underwriter nell'attività di marketing e di distribuzione delle azioni. In tale contesto di asimmetrie informative e di moral hazard, Baron caratterizza il contratto ottimale tra emittente e underwriter mostrando come può essere conveniente per il primo delegare la scelta del prezzo d'offerta all'underwriter, tuttavia quest'ultimo deve essere ricompensato per l'utilizzo delle informazioni sullo stato del mercato necessarie per poter fissare il prezzo d'offerta. L'incentivo appropriato per risolvere il problema di agency che si viene a creare tra l'emittente e l'underwriter fa sì che il prezzo d'offerta ottimale non coincida con la *first best solution* che si ottiene in assenza di asimmetrie informative e scarsa osservabilità del comportamento dell'underwriter.

Benveniste e Spindt (1989), invece, prendono in considerazione, per la loro analisi, le IPO in cui è presente una fase di pre-marketing, ovvero vengono effettuati una serie di incontri informali con gli investitori istituzionali che regolarmente partecipano ai collocamenti azionari. Questi incontri, come visto nel capitolo secondo, servono a raccogliere le intenzioni d'acquisto da parte degli investitori più importanti, in modo tale da poter avere un'idea su quella che sarà la dimensione della domanda ed il prezzo al quale si potrebbero collocare tutte le azioni. Tale fase, in pratica, può dare un importante vantaggio informativo all'underwriter nel definire il prezzo d'offerta e massimizzare il ricavo totale per l'impresa. Il problema più importante, in tal caso, è dato dal fatto che gli investitori con maggiori informazioni devono essere incentivati a rivelarle correttamente in fase di pre-marketing. Per ottenere ciò l'underwriter deve fissare un meccanismo di allocazione delle azioni ed un prezzo finale che garantiscano un profitto atteso maggiore a chi rivela in modo corretto le proprie informazioni rispetto a chi, invece, non le rivela. Uno degli effetti del modello di Benveniste e Spindt consiste nel fatto che il prezzo di quotazione deve essere necessariamente più basso del prezzo di equilibrio che incorpora le informazioni

di tutti i partecipanti al mercato, in modo tale da garantire un profitto maggiore ai soggetti che rivelano correttamente le informazioni in proprio possesso.

Il modello di Booth e Smith II (1986), infine, è basato sulla presenza di asimmetrie informative tra l'emittente e gli investitori. L'emittente per segnalare la bontà della propria offerta si serve dell'underwriter come certificatore del prezzo di collocamento. L'underwriter, infatti, per poter giungere al reale valore della società e, dunque, al prezzo ottimale di quotazione, deve sostenere importanti costi per ottenere le informazioni necessarie. Se non lo facesse, comportandosi in maniera opportunistica, potrebbe, infatti, ottenere un ritorno economico nel breve periodo ma perderebbe, certamente, in termini di capitale reputazionale nel medio-lungo termine. La necessità di preservare il proprio capitale reputazionale, per avere la possibilità di prender parte ad altre operazioni di collocamento azionario, rappresenta, come abbiamo visto nei capitoli precedenti, un ottimo incentivo ad evitare comportamenti opportunistici da parte dell'underwriter.

Da quanto detto, dunque, possiamo renderci conto di come in effetti la letteratura ha trovato differenti cause al fenomeno dell'underpricing, nessuno dei quali, come anticipato, riesci a spiegare lo stesso in modo esaustivo. Di certo vi sono più fattori che allo stesso tempo spingono l'emittente ad offrire le proprie azioni ad un livello inferiore rispetto al prezzo d'equilibrio.

L'underpricing rappresenta certamente un costo implicito che la società quotanda deve sostenere. Maggiore sarà la sua entità maggiori saranno i costi di quotazione a carico dell'emittente. Per tale motivo è interesse della società cercare di ridimensionare il più possibile lo sconto di quotazione senza pregiudicare l'esito positivo del collocamento. E' empiricamente provato che vi sono delle scelte, definite *price sensitive*, che una società quotanda può prendere in fase di preparazione alla quotazione che riducono il livello di asimmetrie informative tra emittente ed investitori e, dunque, l'entità dello sconto.

In particolar modo uno dei fattori che influisce notevolmente sullo sconto di quotazione richiesto dagli investitori è rappresentato dall'intermediario scelto come sponsor dell'operazione. Se si tratta, infatti di un intermediario con un importante bagaglio di esperienza in merito alla conduzione di operazioni di IPO e che gode di un'elevata credibilità presso il mercato, gli investitori percepiscono un livello di rischio inferiore associato all'operazione e, dunque, richiedono un premio al rischio inferiore; premio al rischio che come abbiamo detto viene a configurarsi come sconto di quotazione. Anche in ciò, dunque, possiamo ravvisare l'importanza che il ruolo di sponsor riveste nella definizione del prezzo di quotazione. La sola credibilità ed affidabilità che il mercato riconosce ad un certo intermediario che ricopre il ruolo di sponsor in un contesto di IPO hanno da sole un impatto importante sulla definizione del prezzo d'offerta.

Un altro segnale importante che la società emittente può lanciare al mercato per poter evidenziare la bontà della propria offerta consiste nel mantenere un blocco di azionisti di riferimento. Se, infatti, essi non vendono tutte le proprie azioni ma ne mantengono una percentuale consistente stanno, praticamente, segnalando al mercato che hanno aspettative positive riguardo il corso del titolo. Quando, infatti, il flottante che la società emittente vuole collocare sul mercato è eccessivo, gli investitori percepiscono una volontà da parte dei vecchi azionisti di "liberarsi" delle proprie azioni, il che non infonde fiducia negli stessi investitori che chiederanno, dunque, un maggiore sconto. Bisogna pertanto definire una dimensione ottimale dell'offerta.

Anche la presenza di clausole di lock-up aiuta a ridurre l'underpricing. Con queste clausole, infatti, i vecchi azionisti si impegnano a non cedere ulteriori azioni in proprio possesso per un periodo prestabilito a seguito dell'IPO. In tal modo si evita di creare un eccesso di offerta sul mercato per quel titolo che farebbe, per la nota legge dell'equilibrio tra domanda e offerta, crollare il corso dello stesso, provocando perdite in conto capitale a discapito degli investitori che hanno aderito all'offerta.

Per quanto riguarda l'annuncio da parte della società di non provvedere ad un ulteriore aumento di capitale nel breve termine, invece, la reazione da parte del mercato potrebbe essere sia positiva che negativa. Se, infatti, si tratta di una società che gode, da un punto di vista prettamente finanziario, di ottima salute, tale annuncio viene accolto positivamente dal mercato in quanto si evita, come nel caso delle clausole di lock-up, un eccesso di offerta. Nel caso in cui, invece, si trattasse di una società non in condizioni finanziarie ottimali, l'annuncio di un mancato aumento di capitale nel breve periodo potrebbe essere accolto in maniera negativa dal mercato e, dunque, gli investitori potrebbero richiedere uno sconto di quotazione maggiore.

A conferma di quanto detto in suddetto paragrafo, nel seguente riportiamo una serie di evidenze empiriche del fenomeno in oggetto.

4.3 Underpricing e oversubscription: evidenze empiriche

Come abbiamo visto dai vari studi effettuati, vi possono essere varie motivazioni alla base del fenomeno dell'underpricing. Il problema principale è rappresentato dal fatto che se la società emittente non operasse questo sconto, probabilmente, vi sarebbe il rischio di non riuscire a collocare tutte le azioni sul mercato e, pertanto, potrebbe configurarsi un fallimento, anche parziale, dell'operazione di IPO. Ciò comporterebbe delle perdite importanti in capo alla società e probabilmente farebbe anche venir meno la possibilità di realizzare quei progetti per i quali la società stessa aveva maturato la decisione di quotarsi in borsa. Bisogna fare in modo, dunque, che ciò non avvenga e che l'offerta abbia successo. In fase di pre-marketing e di marketing, dunque, la società emittente per il tramite dei propri rappresentanti, compreso lo sponsor, cercherà di spiegare e di dare maggiore trasparenza a quanto riportato all'interno del prospetto informativo. Questo processo potrebbe rilevarsi fondamentale in quanto se si riesce, in tale fase, a convincere i potenziali investitori della bontà dell'offerta, si riuscirà a ridurre la dimensione dell'underpricing e, quindi, i costi impliciti che la società è chiamata a sostenere. Come abbiamo visto nel corso del precedente paragrafo, vi sono delle scelte, definite price sensitive, che una società può prendere e che aiutano a ridurre notevolmente lo sconto da quotazione. Di certo, come spiegato, vi è una correlazione negativa tra qualità percepita dell'offerta ed underpricing.

Quando un titolo è particolarmente apprezzato dal mercato si può assistere al fenomeno dell'**oversubscription**, ovvero la quantità domandata di azioni è superiore a quella offerta dalla società emittente. Le principali determinanti dell'oversubscription sono da ricercare nella specifica attrattività della società e del settore di appartenenza. Per quanto concerne la società, quanto più essa presenta importanti tassi di sviluppo, soprattutto prospettici, tanto più essa risulterà interessante per il mercato, ovvero quanto più essa presenta

marginalità ed efficienza operativa superiore rispetto a quella media del settore di appartenenza, tanto più essa risulterà attrattiva per gli investitori.

Per quanto riguarda, invece, il settore di appartenenza, esistono settori maggiormente preferiti dagli investitori rispetto ad altri. Sono più appetibili, chiaramente, i settori che presentano un più elevato rapporto rischio-rendimento mentre non sembrano particolarmente attrattive le IPO che hanno ad oggetto società operanti nel settore del commercio.

Il fenomeno dell'oversubscription risulta fortemente correlato con l'andamento dei mercati finanziari. Durante fasi di forte espansione, infatti, dei mercati finanziari si assiste ad elevati livelli di oversubscription, mentre in periodi di recessione finanziaria il fenomeno è ridimensionato fortemente a causa della scarsa liquidità dei mercati e della più elevata avversione al rischio degli investitori che, in alcuni casi, fa sì che l'offerta non venga neanche collocata per l'intero ammontare. I mercati caratterizzati da maggiore liquidità, inoltre, a conferma di quanto dicevamo, sono quelli che presentano, generalmente, il più elevato livello di oversubscription.

Alla luce di quanto detto precedentemente, il fenomeno dell'oversubscription potrebbe anche essere visto come una diretta conseguenza di un importante underpricing operato dalla società emittente in fase di collocamento delle azioni. Come abbiamo visto, infatti, parte della letteratura spiega l'underpricing come una strategia volutamente implementata dalla società emittente per poter ottenere una vasta pletora di soggetti interessati all'offerta, in modo tale, poi, da poter frammentare l'azionariato post-IPO. All'aumentare dello sconto concesso sul prezzo di quotazione, infatti, aumenta la richiesta di titoli da parte degli investitori e, dunque, il livello di oversubscription. In evidenza a quanto detto riportiamo in seguito i dati relativi alle IPO avvenute sul mercato italiano durante il periodo 2005-2007. Abbiamo volutamente scelto suddetto periodo in quanto a partire dal 2008, per effetto della crisi che ha interessato i mercati finanziari, si è assistito ad un crollo dei processi di quotazione e le caratteristiche degli stessi

sono da considerarsi peculiari e strettamente dipendenti dal particolare periodo di difficoltà che ha interessato i mercati finanziari.

ANNO	SOCIETA'	SEGMENTO	PRIMO GIORNO	PREZZO DI	PREZZO 1 ^a	UNDERPRICING	CAPITALIZZAZIO	CAPITALIZZAZIO
			DI	COLLOCAMENTO	GIORNO		NE DI MERCATO	NE DI MERCATO
			NEGOZIAZIONE				(IPO)	1 ^o GIORNO
2005	BIOERA	Expandi	27/07/2005	7,0	9,6	37,1%	62,6	85,8
2005	MONTI ASCENSORI	Expandi	27/07/2005	2,0	2,4	19,0%	21,9	26,0
2005	CALEFFI	Expandi	09/11/2005	2,8	2,8	-1,2%	35,0	34,6
2005	TAMBURI INVESTMENT PARTNERS	Expandi	09/11/2005	1,8	2,1	15,1%	196,9	226,6
2005	APULIA FRONTOPRESTITO	Expandi	07/12/2005	1,3	1,6	25,8%	297,6	374,3
2006	KERGELF	Expandi	18/01/2006	2,2	3,0	35,1%	22,8	30,8
2006	NOEMIALIFE	Expandi	10/05/2006	9,0	12,3	36,7%	38,1	52,0
2006	PIERREL	Expandi	23/05/2006	6,0	6,0	-0,5%	60,0	59,7
2006	ANTICHI FELLETTIERI	Expandi	07/06/2006	7,8	8,0	3,5%	349,6	362,0
2006	VALSOIA	Expandi	14/07/2006	4,4	4,6	5,3%	46,0	48,5
2006	ARKIMEDICA	Expandi	01/08/2006	1,2	1,3	6,5%	103,2	109,9
2007	BIANCAMANO	Expandi	07/03/2007	2,8	3,0	6,6%	95,2	101,5
2007	TOSCANA FINANZA	Expandi	21/03/2007	3,0	3,3	11,6%	81,5	90,9
2007	SERVIZI ITALIA	Expandi	04/04/2007	8,5	8,3	-1,8%	137,7	135,2
2007	CONAFI PRESTITO ¹	Expandi	12/04/2007	5,0	5,7	13,8%	232,5	264,7
2007	IW BANK	Expandi	23/05/2007	4,6	4,9	7,0%	338,6	362,5
2007	SCREEN SERVICE	Expandi	11/06/2007	1,6	1,7	3,7%	221,6	229,8
2007	FRAMAC	Expandi	03/07/2007	4,2	4,3	1,8%	129,1	130,4
2007	B&C SPEAKERS	Expandi	20/07/2007	5,0	5,3	6,4%	55,0	58,5
2007	RCF GROUP	Expandi	27/07/2007	2,8	2,8	-1,2%	89,6	88,5
2007	BOUTY HEALTHCARE	Expandi	09/10/2007	1,3	1,4	4,5%	36,3	37,9
2007	PIQUADRO	Expandi	25/10/2007	2,2	2,3	5,8%	110,0	116,4
	MEDIA			3,9	4,4	10,9%	126,4	137,8
2005	IGO - IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZIONE	Standard	11/02/2005	1,5	1,7	15,7%	395,4	457,6
2005	SAVE - AEROPORTO DI VENEZIA MARCO POLO	Standard	25/05/2005	21,0	21,9	4,1%	560,1	593,3
2005	BANCA ITALEASE	Standard	14/06/2005	9,3	10,7	15,3%	709,1	817,5
2005	ANIMA SGR	Standard	26/10/2005	3,3	3,5	6,7%	346,5	369,8
2005	EUROFLY	Standard	21/12/2005	6,4	6,3	-1,0%	83,0	82,2
2006	PIAGGIO	Standard	11/07/2006	2,3	2,5	8,7%	886,8	963,5
2006	BANCA GENERALI	Standard	15/11/2006	8,0	9,0	12,7%	890,5	1.003,4
2006	GAS PLUS	Standard	06/12/2006	8,5	9,6	12,8%	381,7	430,7
2007	SAT	Standard	26/07/2007	12,4	13,9	12,7%	119,1	134,3
2007	BIALETTI INDUSTRIE	Standard	27/07/2007	2,5	2,6	3,7%	187,5	194,4
2007	MAIRE TECNIMONT	Standard	26/11/2007	2,8	2,9	2,5%	903,0	925,3
	MEDIA			7,1	7,7	8,6%	498,8	642,0
2005	MIARR	STAR	21/06/2005	6,7	6,6	-0,9%	439,4	435,3
2005	GUALA CLOSURES	STAR	22/11/2005	4,2	4,2	1,0%	284,0	286,8
2005	EUROTECH	STAR	30/11/2005	3,4	4,0	18,9%	63,3	75,3
2006	ANGALDO STS	STAR	29/03/2006	7,8	8,8	12,7%	780,0	878,9
2006	EEMG	STAR	27/04/2006	8,2	9,5	16,1%	337,4	391,7
2006	NICE	STAR	19/05/2006	5,7	6,3	9,6%	661,2	725,0
2006	BOLZONI	STAR	08/06/2006	3,2	3,2	1,0%	81,7	82,5
2006	POLYNT	STAR	30/10/2006	1,8	1,9	4,9%	185,8	194,8
2006	ELICA	STAR	10/11/2006	5,0	5,5	10,1%	316,5	348,7
2006	POLTRONA FRAU	STAR	15/11/2006	2,1	2,9	35,8%	264,0	402,1
2006	COBRA	STAR	12/12/2006	6,9	8,0	15,5%	144,9	167,3
2006	ASCOPIAVE	STAR	12/12/2006	1,8	1,9	7,7%	398,1	428,8
2007	OMNIA NETWORK	STAR	28/02/2007	5,0	4,7	-5,4%	129,7	122,7
2007	AICON	STAR	04/04/2007	4,1	4,8	16,2%	446,9	519,2
2007	D'AMICO INTL. SHIPPING	STAR	03/05/2007	3,5	3,5	0,2%	524,8	526,0
2007	ZIGNAGO VETRO	STAR	06/06/2007	4,5	4,8	7,6%	360,0	387,5
2007	MUTUIONLINE	STAR	06/06/2007	5,6	6,2	10,2%	221,3	243,8
2007	RDB	STAR	19/06/2007	5,1	5,4	5,4%	225,7	237,9
2007	LANDI RENZO	STAR	26/06/2007	4,0	4,2	6,0%	450,0	477,1
2007	DIAGORIN	STAR	19/07/2007	12,3	12,7	3,4%	512,5	533,4
2007	HEFFE	STAR	24/07/2007	4,1	3,9	-4,9%	440,2	422,5
2007	DAMIANI	STAR	08/11/2007	4,0	3,8	-5,9%	330,4	310,9
	MEDIA			6,0	6,3	7,8%	361,3	377,2

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Tabella n. 5 - Underpricing periodo 2005-2007 sui segmenti STAR, Standard e sul mercato Expandi

La tabella n. 5 riporta il prezzo di collocamento, il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione, l'underpricing, la capitalizzazione di mercato al momento del collocamento e quella relativa alla chiusura del primo giorno di negoziazione. Si può notare come l'underpricing sia quasi sempre positivo: le IPO con

underpricing negativo nel periodo considerato sono soltanto 9. E' possibile, inoltre, notare come l'underpricing sia praticamente crollato nel 2007, anno in cui, come dicevamo, i mercati finanziari hanno iniziato a frenare la loro corsa. Il rallentamento dei mercati prima ed il crollo degli stessi dopo, infatti, hanno avuto come conseguenza una rivalutazione al ribasso del valore delle società e un ridimensionamento del numero di IPO effettuate in tale periodo.

Può essere interessante incrociare i dati relativi ai differenti mercati e segmenti di borsa in oggetto per evidenziarne le caratteristiche. Come si evince dalla tabella, le società che si quotano sul mercato Expandi presentano, in media, un underpricing superiore (10,9%) rispetto a quello registrato sui segmenti standard (8,6%) e STAR (7,8%). Ciò potrebbe derivare dal fatto che alle società che si quotano sul segmento STAR è richiesta una maggiore trasparenza, come spiegato nel capitolo primo di questo elaborato, e, pertanto, gli investitori percepiscono un grado di rischio inferiore e, di conseguenza, è richiesto un livello di sconto inferiore sul prezzo di quotazione delle azioni.

Dopo aver analizzato la distribuzione dell'underpricing nei periodi e nei segmenti di mercato considerati, può essere interessante analizzare il fenomeno dell'oversubscription e cercare di capire se vi è qualche relazione tra suddetto fenomeno e lo sconto sul prezzo di quotazione applicato dalle società emittenti.

ANNO	SEGM.	TITOLO	OFFERTA		RICHIESTE (investitor)				ASSEGNAZIONI (investitor)				OVERSUBSCRIPTION		
			PUBBLICA		RETAIL		INV. ISTITUZ.		RETAIL		INV. ISTITUZIONALI		RETAIL	INV.	TOT.
			DA	A	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	ISTIT.		
2005	STAR	MARR	08.08	15.08	27.255	-	54	73	19.272	-	28	45	1.41	1.74	1.42
2005	STAR	GUALA CLOSURES	11.11	18.11	3.287	12	36	47	3.267	12	35	47	1.00	1.01	1.00
2005	STAR	EUROTECH	21.11	25.11	8.052	54	63	22	910	54	51	13	8.41	1.33	7.97
2006	STAR	ANSALDO STS	20.03	24.03	89.481	83	100	188	25.558	83	52	118	3.49	1.69	3.48
2006	STAR	EEMS	10.04	20.04	11.844	216	42	111	3.278	216	31	91	3.45	1.25	3.38
2006	STAR	NICE	10.05	18.05	29.083	106	64	142	7.451	106	47	113	3.86	1.29	3.81
2006	STAR	BOLZONI	22.05	01.06	4.886	-	34	14	1.634	-	34	14	2.98	1.00	2.92
2006	STAR	POLYNT	18.10	25.10	3.054	92	16	48	3.054	92	16	40	1.00	1.14	1.00
2006	STAR	ELICA	30.10	07.11	15.054	379	52	71	2.355	379	37	51	5.64	1.40	5.51
2006	STAR	POLTRONA FRAU	30.10	10.11	60.019	127	67	175	6.458	127	35	86	9.13	2.00	9.00
2006	STAR	COBRA	27.11	05.12	21.792	-	68	57	1.895	-	30	34	11.50	1.95	11.19
2006	STAR	ASCOPIAVE	27.11	08.12	47.897	211	72	34	12.435	211	58	28	3.80	1.23	3.79
2007	STAR	OMNIA NETWORK	12.02	22.02	9.306	-	28	16	3.285	-	27	16	2.83	1.02	2.81
2007	STAR	AICON	26.03	30.03	13.888	-	46	94	4.015	-	36	73	3.41	1.28	3.35
2007	STAR	D'AMICO INTL. SHIPPING	18.04	28.04	17.437	-	39	63	5.069	-	35	54	3.44	1.15	3.40
2007	STAR	ZIGNAGO VETRO	21.05	31.05	19.086	318	51	76	3.458	318	38	61	5.14	1.28	5.04
2007	STAR	GRUPPO MUTUIONLINE	21.05	31.05	8.164	44	44	66	2.463	44	30	38	2.48	1.62	2.45
2007	STAR	RDB	04.08	13.08	17.924	-	30	19	3.958	-	30	19	4.82	1.00	4.57
2007	STAR	LANDI RENZO	11.08	20.08	17.710	65	57	120	5.773	65	49	108	3.04	1.13	2.99
2007	STAR	DIASORIN	03.07	13.07	10.400	-	50	71	9.247	-	50	82	1.12	1.08	1.12
2007	STAR	AEFFE	09.07	18.07	10.081	52	24	32	8.853	52	23	28	1.14	1.10	1.14
2007	STAR	DAMIANI	26.10	02.11	12.824	47	32	47	2.503	47	32	43	5.05	1.05	4.93
TOTALE					456.183	1.806	1.069	1.586	136.091	1.806	804	1.182			
MEDIA					20.738	129	49	72	6.186	129	37	54	4.00	1.31	3.92
MEDIANA					14.371	88	48	65	3.658	88	35	46	3.45	1.24	3.39

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Tabella n. 6 – Oversubscription (n. investitori) periodo 2005-2007 sul mercato STAR

ANNO	SEGM	TITOLO	OFFERTA		RICHIESTE (investitori)				ASSEGNAZIONI (investitori)				OVERSUBSCRIPTION		
			PUBBLICA		RETAIL		INV. ISTITUZ.		RETAIL		INV. ISTITUZIONALI		RETAIL	INV.	TOT.
			DA	A	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	RETAIL	ISTIT.	TOT.
2005	STD1	IGD	31.01	04.02	15.249	2.275	81	121	4.435	2.275	68	101	2,81	1,20	2,58
2005	STD1	SAVE	16.05	20.05	36.737	72	47	31	8.400	72	32	23	4,35	1,42	4,33
2005	STD1	BANCA ITALLEASE	06.06	09.06	33.052	256	82	139	9.235	356	32	63	3,51	2,33	3,50
2005	STD1	ANIMA SGR	17.10	21.10	40.227	35	47	26	14.121	35	47	26	2,85	1,00	2,84
2005	STD1	EUROFLY (1)	12.12	16.12	1.780	68	27	11	1.763	68	24	10	1,01	1,12	1,01
2006	STD1	PIAGGIO	19.06	05.07	6.050	49	30	109	6.050	49	30	109	1,00	1,00	1,00
2006	STD1	BANCA GENERALI	02.11	10.11	56.664	265	45	113	15.625	265	31	94	3,52	1,26	3,50
2006	STD1	GASPLUS	23.11	01.12	52.065	114	70	97	3.663	114	57	68	13,81	1,34	13,42
2007	STD1	BIALETTI INDUSTRIE	16.07	20.07	9.470	-	26	43	1.244	-	19	33	6,81	1,33	6,59
2007	STD1	SAT	16.07	20.07	18.578	76	47	50	1.260	76	31	25	13,96	1,73	13,47
2007	STD1	MAIRE TECNIMONT	05.11	20.11	5.202	110	20	52	5.202	110	20	51	1,00	1,01	1,00
2007	STD1	IL SOLE 24 ORE SPEC	19.11	30.11	27.077	-	16	31	26.950	-	16	31	1,00	1,00	1,00
TOTALE					301.201	3.320	538	823	98.248	3.420	407	634	4,82	1,31	4,52
MEDIA					25.100	332	45	69	8.187	342	34	53	4,02	1,31	4,52
MEDIANA					22.828	93	46	51	6.626	93	31	42	3,18	1,23	3,17

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D
(1) Ante Esercizio Greenshoe

Tabella n. 7 – Oversubscription (n. investitori) periodo 2005-2007 segmento Standard

OP.	MERC.	SEGM	TITOLO	OFFERTA		RICHIESTE (investitori)				ASSEGNAZIONI (investitori)				OVERSUBSCRIPTION		
				PUBBLICA		RETAIL		INV. ISTITUZ.		RETAIL		INV. ISTITUZIONALI		RETAIL	INV.	TOT.
				DA	A	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	RETAIL	ISTIT.	TOT.
1	2005	ME2	BIOERA	21.07	22.07	9.339	-	55	37	512	-	41	20	18,24	1,51	16,46
2	2005	ME2	MONTI ASCENSORI (1)	11.07	22.07	-	-	35	2	-	-	32	2	-	-	1,09
3	2005	ME1	CALEFFI	25.10	04.11	3.482	-	30	11	1.282	-	30	11	2,72	1,00	2,66
4	2005	ME2	TAMBURI IP	02.11	04.11	10.436	-	71	26	1.025	-	63	22	10,18	1,14	9,49
5	2005	ME1	APULIA PP	28.11	02.12	18.323	-	67	29	2.106	-	63	29	8,70	1,04	8,38
6	2006	ME2	KERSELF (1)	09.01	13.01	-	-	54	-	-	-	53	-	-	-	1,02
7	2006	ME2	NOEMALIFE (1)	24.04	05.05	78	-	43	6	78	-	43	4	1,00	1,04	1,02
8	2006	ME1	PIERREL	11.05	18.05	7.956	-	27	12	2.550	-	25	12	3,12	1,05	3,09
9	2006	ME2	ANTICHI PELLETTIERI	26.05	01.06	4.886	-	40	45	4.380	-	32	36	1,12	1,25	1,12
10	2006	ME1	VALSOIA	05.07	11.07	14.147	18	22	2	697	18	18	2	19,81	1,20	19,30
11	2006	ME2	ARKIMEDICA (1)	20.07	27.07	45	-	31	9	45	-	28	9	1,00	1,08	1,04
12	2006	ME2	COGEME SET (1)	01.12	12.12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
13	2007	ME1	BIANCAMANO	21.02	01.03	4.547	-	36	26	1.419	-	31	24	3,20	1,13	3,13
14	2007	ME1	TOSCANA FINANZA	12.03	16.03	1.412	-	35	7	1.324	-	25	7	1,07	1,31	1,07
15	2007	ME2	SERVIZI ITALIA	19.03	29.03	-	-	69	23	-	-	69	23	-	-	1,00
16	2007	ME1	CONAFI PRESTITO'	29.03	04.04	-	-	52	49	-	-	38	44	-	-	1,23
17	2007	ME1	IWBANK	14.05	18.05	8.539	134	52	31	3.699	134	49	28	2,26	1,08	2,24
18	2007	ME2	SCREEN SERVICE BROADC. T	28.05	06.06	10.456	60	108	33	1.526	60	106	32	6,63	1,02	6,18
19	2007	ME2	PRAMAC	18.06	27.06	7.997	-	36	36	1.713	-	29	32	4,67	1,18	4,55
20	2007	ME2	B&C SPEAKERS	09.07	17.07	-	-	44	3	-	-	44	3	-	-	1,00
21	2007	ME1	RCF GROUP	18.07	24.07	2.729	-	32	8	1.520	-	32	8	1,80	1,00	1,78
22	2007	ME2	BOUTY HEALTHCARE	25.09	03.10	-	-	28	11	-	-	26	11	-	-	1,05
23	2007	ME1	PIQUADRO	15.10	19.10	3.445	12	29	9	876	12	25	9	3,89	1,12	3,79
TOTALE						107.817	224	996	415	24.752	224	902	368			
MEDIA						6.739	56	45	20	1.547	56	41	19	5,59	1,12	4,17
MEDIANA						6.421	39	38	12	1.372	39	32	12	3,16	1,08	2,01

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D
(1) L'offerta non prevedeva collocamento presso il pubblico

Tabella n. 8 – Oversubscription (n. titoli) periodo 2005-2007 mercato Expandi

MERC.	SEGM	TITOLO	PUBBLICA		RETAIL		INV. ISTITUZ.		RETAIL		INV. ISTITUZIONALI		RETAIL	INV.	TOT.
			DA	A	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	RETAIL	ISTIT.	TOT.
2005	STAR	MARR	06.06	15.06	18.562.800	-	8.830.983	22.035.613	10.560.000	-	3.858.857	11.981.143	1,76	1,82	1,80
2005	STAR	GUALA CLOSURES	11.11	16.11	2.962.500	15.500	13.344.714	41.054.326	2.962.500	15.500	7.940.781	25.860.219	0,54	1,75	1,57
2005	STAR	EUROTECH	21.11	25.11	19.616.900	126.100	18.063.288	7.353.059	1.617.200	114.400	4.697.355	2.223.045	11,34	3,76	6,28
2006	STAR	ANSALDO STS	20.03	24.03	71.404.700	71.500	135.416.205	277.610.411	15.582.500	71.500	15.347.195	21.172.805	4,57	11,31	9,29
2006	STAR	EEMIS	10.04	20.04	12.103.500	117.000	18.320.126	98.942.895	2.390.500	117.000	2.810.930	11.997.570	4,87	7,55	7,15
2006	STAR	NICE	10.05	16.05	45.021.000	245.000	151.483.912	317.800.152	7.137.200	245.000	9.319.993	20.207.807	6,13	15,89	13,94
2006	STAR	BOLZONI	22.05	01.06	7.473.000	-	13.345.000	3.267.000	2.150.000	-	4.760.086	1.502.061	3,48	2,80	2,82
2006	STAR	POLYNT	18.10	25.10	6.626.100	345.800	26.918.445	107.626.313	6.626.100	345.800	13.952.652	40.995.448	0,56	2,72	2,29
2006	STAR	ELICA	30.10	07.11	19.152.700	147.700	37.250.425	63.758.726	2.127.300	147.700	8.161.408	12.063.592	8,48	4,99	5,35
2006	STAR	POLTRONA FRAU	30.10	10.11	164.811.000	480.000	183.505.288	630.331.438	11.820.000	480.000	8.179.183	28.636.817	13,44	22,11	19,94
2006	STAR	COBRA	27.11	05.12	27.886.250	-	47.307.886	42.628.359	1.694.250	-	2.530.915	2.549.835	16,34	17,76	17,41
2006	STAR	ASCOPIAVE	27.11	06.12	172.614.800	1.047.800	112.504.001	96.426.211	31.415.400	1.047.800	29.505.721	19.191.279	5,35	4,29	4,71
2007	STAR	OMNIA NETWORK	12.02	22.02	9.286.500	-	10.505.500	2.965.000	2.250.000	-	5.036.906	1.713.104	3,86	1,98	2,41
2007	STAR	AICON	26.03	30.03	19.007.300	-	52.480.302	109.002.750	3.575.500	-	9.969.458	21.455.542	5,32	5,14	5,10
2007	STAR	D'AMICO INTL. SHIPPING	16.04	26.04	28.625.400	-	40.151.425	86.358.521	5.998.500	-	19.223.117	34.758.346	4,77	2,51	2,71
2007	STAR	ZIGNAGO VETRO	21.05	31.05	30.108.000	590.000	67.398.529	106.302.426	4.550.000	590.000	9.180.000	11.220.000	6,02	8,51	8,02
2007	STAR	GRUPPO MUTUIONLINE	21.05	31.05	6.917.400	51.800	32.102.475	81.979.575	2.023.200	51.800	3.531.500	8.222.855	3,36	9,71	8,75
2007	STAR	RDB	04.06	13.06	16.343.500	-	9.130.869	9.384.241	2.640.000	-	5.404.097	5.155.903	6,19	1,75	2,64
2007	STAR	LANDI RENZO	11.06	20.06	34.656.000	103.000	88.696.778	242.336.385	7.897.000	103.000	8.484.211	23.515.789	4,34	10,34	9,14
2007	STAR	DIASORIN	03.07	13.07	6.265.500	-	12.736.246	43.783.830	3.800.100	-	3.521.050	11.678.850	1,85	3,72	3,30
2007	STAR	AEFFE	06.07	18.07	14.207.200	69.600	13.740.926	38.867.055	8.830.400	69.600	8.232.313	19.867.687	1,84	2,02	1,92
2007	STAR	DAMIANI	26.10	02.11	16.863.000	67.500	16.329.500	41.845.648	2.572.500	67.500	7.726.355	15.989.145	6,41	2,45	2,85
TOTALE					749.248.750	3.477.900	1.117.162.623	2.461.661.934	140.019.850	3.426.200	189.403.985	351.248.930			
MEDIA					34.058.761	248.421	50.780.110	111.902.815	6.364.830	244.729	8.909.272	15.965.880	5,47	6,58	6,29
MEDIANA					18.800.050	121.650	29.510.460	72.869.151	3.687.650	115.700	7.833.588	14.026.369	4,82	4,03	4

MERC.	SEGM.	TITOLO	OFFERTA		RICHESTE (€00)				ASSEGNAZIONI (€00)				OVERSUBSCRIPTION		
			PUBBLICA		RETAIL		INV. ISTITUZ.		RETAIL		INV. ISTITUZIONALI		RETAIL	INV.	TOT.
			DA	A	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	ISTIT.		
2005	STD1	IGD	31.01	04.02	49 802 000	5 450 000	274 573 634	524 960 672	8 870 000	5 450 000	33 215 314	47 914 686	3,86	9,85	8,96
2005	STD1	SAVE	16.05	20.05	13 111 000	38 800	10 717 464	17 410 657	2 295 600	38 800	1 853 340	2 652 260	5,63	6,49	6,19
2005	STD1	BANCA ITALEASE	06.06	09.06	28 717 850	208 950	74 277 104	129 287 729	4 428 100	208 950	4 772 399	9 133 375	6,24	14,84	12,54
2005	STD1	ANIMA SGR	17.10	21.10	65 837 000	63 000	13 066 780	9 916 841	15 667 000	63 000	7 068 159	4 583 841	4,18	1,97	3,24
2005	STD1	EUROFLY ⁽¹⁾	12.12	16.12	2 338 339	84 600	5 139 874	3 195 705	2 083 839	84 600	2 491 460	1 680 111	1,13	2,03	1,71
2006	STD1	PIAGGIO	19.06	05.07	14 314 500	127 500	30 820 780	237 178 684	14 314 500	127 500	11 479 332	93 328 963	0,48	3,00	2,37
2006	STD1	BANCA GENERALI	02.11	10.11	51 741 600	181 200	22 930 000	179 558 634	9 318 800	181 200	2 878 547	18 743 453	5,47	9,36	8,17
2006	STD1	GASPLUS	23.11	01.12	34 356 600	59 200	30 881 973	47 943 552	1 940 800	59 200	4 892 630	4 357 370	17,21	8,52	10,07
2007	STD1	BIALETTI INDUSTRIE	16.07	20.07	15 430 800	-	34 492 199	38 898 002	1 873 300	-	10 175 594	8 701 106	9,24	4,35	4,74
2007	STD1	SAT	16.07	20.07	11 894 400	42 300	11 029 551	15 016 622	515 700	42 300	644 138	657 362	21,34	20,00	20,40
2007	STD1	MAIRE TECHINOMT	05.11	20.11	7 801 000	188 000	13 498 443	130 871 424	7 801 000	188 000	8 058 796	80 721 204	0,41	1,87	1,57
2007	STD1	IL SOLE 24 ORE ^{SPEC}	19.11	30.11	24 852 600	-	12 085 867	10 826 204	21 999 600	-	7 362 427	5 729 463	1,13	1,75	1,38
TOTALE					320 166 699	6 441 550	533 514 596	1 345 034 726	91 106 239	6 424 550	94 740 117	278 163 893			
MEDIA					26 680 557	644 155	44 459 550	112 086 227	7 562 187	642 455	7 895 010	23 013 641	6,28	6,99	6,78
MEDIANA					20 141 700	106 050	18 214 722	43 405 777	6 113 550	106 050	5 989 395	6 215 285	4,82	5,42	5,46

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D
(1) Ante Esercizio Greenshoe

Tabella n. 10 – Oversubscription (n. titoli) periodo 2005-2007 segmento Standard

OP.	MERC.	SEGM.	TITOLO	OFFERTA		RICHESTE (€00)				ASSEGNAZIONI (€00)				OVERSUBSCRIPTION		
				PUBBLICA		RETAIL		INV. ISTITUZ.		RETAIL		INV. ISTITUZIONALI		RETAIL	INV.	TOT.
				DA	A	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	PUBBLICO	DIPEND.	ITALIANI	ESTERI	ISTIT.		
1	2005	ME2	BIOERA	21.07	22.07	9 580 500	-	13 086 738	6 541 928	346 000	-	1 378 563	584 187	27,59	10,00	12,55
2	2005	ME2	MONTEADSCENDORI ⁽¹⁾	11.07	22.07	-	-	7 830 779	150 000	-	-	3 906 391	31 111	-	2,03	2,03
3	2005	ME1	CALEFFI	26.10	04.11	4 289 800	-	3 340 714	850 000	1 400 000	-	2 409 803	569 197	3,06	1,37	1,91
4	2005	ME2	TAMBURI IP	02.11	04.11	71 155 000	-	91 304 746	32 414 667	32 500 000	-	13 890 000	4 420 000	2,19	7,07	3,90
5	2005	ME1	APULIA PP	28.11	02.12	92 090 000	-	63 593 794	20 908 500	7 200 000	-	12 030 621	4 769 379	12,79	15,03	7,36
6	2006	ME2	KERSELF ⁽¹⁾	09.01	13.01	-	-	9 864 000	-	-	-	4 334 624	-	-	2,28	2,28
7	2006	ME2	NOEMALIFE ⁽¹⁾	24.04	05.05	200 000	-	4 482 668	257 556	200 000	-	683 200	15 800	1,00	6,77	5,49
8	2006	ME1	PIERREL	11.05	18.05	6 616 500	-	2 594 765	1 878 334	1 800 000	-	1 188 765	1 011 214	3,69	2,03	2,77
9	2006	ME2	ANTICHI PELLETTIERI	26.05	01.06	4 820 850	-	24 952 693	32 414 129	2 700 000	-	4 366 764	7 623 907	1,79	4,78	4,23
10	2006	ME1	VALSOIA	05.07	11.07	1 070 000	13 200	2 374 355	225 000	366 800	13 200	888 937	94 920	2,85	2,98	2,94
11	2006	ME2	ARKIMEDICA ⁽¹⁾	20.07	27.07	657 867	-	42 856 102	7 891 667	657 867	-	16 818 357	2 923 776	1,00	2,33	2,29
12	2006	ME2	COSEME SET ⁽¹⁾	01.12	12.12	-	-	-	-	-	-	5 950 000	-	-	-	-
13	2007	ME1	BIANCAMANO	21.02	01.03	10 279 500	-	18 241 192	21 911 317	2 800 500	-	4 877 439	6 322 061	3,67	3,59	3,60
14	2007	ME1	TOSCANA FINANZA	12.03	16.03	2 707 200	-	8 733 255	4 106 000	1 703 200	-	4 170 271	2 626 529	1,59	1,89	1,83
15	2007	ME2	SERVIZI ITALIA	19.03	29.03	-	-	9 507 661	-	-	-	7 240 000	-	-	1,31	1,31
16	2007	ME1	CONAFI PRESTITO'	29.03	04.04	-	-	45 559 565	75 669 920	-	-	7 300 000	9 200 000	-	-	7,35
17	2007	ME1	IWBANK	14.05	18.05	20 269 000	271 000	39 989 378	35 101 169	6 354 000	271 000	3 430 921	3 329 079	3,10	11,11	7,14
18	2007	ME2	SCREEN SERVICE BROADC. T	28.05	06.06	62 304 000	675 000	146 151 204	77 195 373	6 252 000	675 000	36 394 083	25 928 917	9,09	3,58	4,13
19	2007	ME2	PRAMAC	18.06	27.06	9 888 900	-	13 611 552	18 146 428	1 640 100	-	3 795 767	5 497 900	6,03	3,42	3,81
20	2007	ME2	B&C SPEAKERS	09.07	17.07	-	-	9 507 661	-	-	-	3 072 727	527 273	-	2,16	2,16
21	2007	ME1	RCF GROUP	18.07	24.07	4 466 000	-	8 894 000	3 365 355	2 000 000	-	5 598 222	2 401 778	2,23	1,53	1,67
22	2007	ME2	BOUTY HEALTHCARE	25.09	03.10	-	-	10 663 719	3 907 308	-	-	8 040 000	3 160 000	-	1,22	1,22
23	2007	ME1	PIQUADRO	15.10	19.10	17 002 500	47 500	23 871 364	25 959 091	3 000 000	47 500	2 975 219	9 197 281	5,59	4,09	4,39
TOTALE					317 388 617	1 006 700	620 913 907	368 893 742	70 920 457	1 006 700	155 900 695	90 235 309				
MEDIA					19 836 789	251 675	27 314 269	19 415 460	4 432 529	251 675	6 776 291	4 511 765	5,46	4,45	3,93	
MEDIANA					8 098 500	159 250	11 876 229	7 891 667	1 900 000	159 250	4 334 624	3 041 888	3,08	3,20	3,27	

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D
(1) L'offerta non prevedeva collocamento presso il pubblico

Tabella n. 11 – Oversubscription (n. titoli) periodo 2005-2007 Mercato Expandi

Le tabelle n. 6, 7 e 8 mostrano il numero di investitori retail e istituzionali che hanno richiesto le azioni delle società emittenti ed il numero di investitori retail e istituzionali a cui sono state assegnate le azioni delle società quotate rispettivamente sui segmenti STAR e Standard e sul mercato Expandi nel periodo 2005-2007. Le tabelle n. 9, 10 e 11, invece, mostrano il numero di titoli delle società quotate sui segmenti STAR e Standard e sul mercato Expandi nel

periodo 2005-2007 richieste dagli investitori istituzionali e dagli investitori retail ed il numero di titoli che sono stati assegnati a ciascuna categoria di investitori.

Rapportando il numero di investitori richiedenti i titoli al numero di investitori cui sono state assegnate azioni si ottiene il cosiddetto "*rapporto di oversubscription*". Quanto più tale rapporto è superiore ad 1 tanto più la domanda di titoli è risultata superiore all'offerta. Alternativamente tale valore può essere calcolato come rapporto tra il numero di titoli richiesti dagli investitori (retail ed istituzionali) ed il numero di titoli effettivamente assegnati. Ponendo a confronto i dati dei segmenti STAR e Standard si può notare come, anche se mediamente il numero di investitori retail che richiedono azioni di società che si quotano sul segmento Standard è superiore, il numero di titoli richiesti dagli investitori retail è maggiore per il mercato STAR. Ciò vuol dire che vi è una esposizione maggiore degli investitori retail sul segmento STAR. Tale maggiore esposizione nei confronti del segmento STAR è ravvisabile anche per gli investitori istituzionali. Ciò sta a significare che gli investitori sono più propensi ad acquistare titoli di società per le quali risulta più semplice reperire informazioni, il che riduce i rischi connessi all'investimento. I dati riportati nelle tabelle sembrano essere coerenti con quanto affermato da Habib e Ljungqvist (2001) secondo i quali l'underpricing è complementare all'attività di promozione e marketing svolta in riferimento allo specifico titolo. Il posizionamento del titolo su un segmento di eccellenza, infatti, fa sì che lo sconto riconosciuto sul prezzo di quotazione sia inferiore. Inoltre questi dati confermano anche il nesso di causalità esistente tra le asimmetrie informative e l'underpricing teorizzato da Allen e Faulhaber (1989), Welch (1989) e Chemmanur (1993). Il fatto che una società, infatti, decidendo di quotarsi sul segmento STAR, si impegna a rispettare standard più elevati di trasparenza e corporate governance fa sì che il rischio di moral hazard percepito sia inferiore, generando, così, una riduzione dell'underpricing richiesto. Infine sembrerebbe che la scelta della società di quotarsi su un segmento ove è richiesto il rispetto di alcuni parametri di liquidità

riduca il rischio atteso di liquidità, appunto, richiedendo, anche in questo caso un minore underpricing, proprio come teorizzato da Ellul e Pagano (2006).

Le evidenze empiriche riportate, dunque, mostrano come vi sia una correlazione positiva tra underpricing ed oversubscription, proprio come parte della teoria economica sostiene.

4.4 Aftermarket e stabilizzazione e Greenshoe option

Il periodo immediatamente successivo al collocamento dei titoli azionari viene definito aftermarket. In particolar modo esso può essere suddiviso in due fasi:

- **stabilizzazione;**
- **trading ordinario.**

La stabilizzazione, in particolar modo, rappresenta una fase per così dire di accompagnamento al corso del titolo sul mercato borsistico nei primi giorni successivi al collocamento azionario, mentre il trading ordinario fa riferimento alla fase successiva, ove gli scambi sono dettati esclusivamente dalle logiche di mercato e dalle dinamiche della domanda e dell'offerta. Nella fase di stabilizzazione il responsabile del collocamento può intervenire sul mercato per poter stabilizzare il corso del titolo azionario qualora si dovessero verificare degli sbilanciamenti tra domanda ed offerta che renderebbero aleatorio il valore dello stesso. In particolar modo, attraverso tale tecnica, che andremo ora ad analizzare, si fa in modo che il prezzo di scambio del titolo sul mercato secondario non scenda al di sotto del prezzo di quotazione. Le conseguenze di una simile ipotesi potrebbero essere molto importanti. Innanzitutto, vi sarebbero delle perdite in conto capitale che gli investitori che hanno aderito all'offerta si troverebbero a sostenere. In secondo luogo il ribasso del prezzo di scambio del titolo configura un insuccesso dell'operazione di IPO e la banca responsabile del collocamento subirebbe una perdita in termini reputazionali che potrebbe compromettergli la possibilità di prendere parte in futuro ad operazioni simili.

La suddetta facoltà che viene concessa al responsabile del collocamento per un periodo solitamente di 30 giorni a partire dal collocamento del titolo in borsa, rappresenta l'unica possibilità regolamentata di intervenire a supporto di un titolo per stabilizzarne il corso azionario.

Il meccanismo della stabilizzazione è reso possibile da una clausola che viene solitamente inserita negli underwriting agreements definita **greenshoe option** o **overallotment**. Tale clausola consente di dare flessibilità all'ammontare di azioni che si possono collocare presso gli investitori in fase di classamento dei titoli. Grazie ad essa, infatti, in caso di oversubscription, il consorzio di collocamento ha il diritto di poter vendere sul mercato più azioni di quelle originariamente programmate dalla società quotanda, a patto, chiaramente, che le condizioni di mercato lo consentano. Tali azioni aggiuntive vengono messe a disposizione del consorzio da parte dei soci attraverso un contratto di prestito titoli (**stock lending**) della durata di 30 giorni.

Nei giorni successivi al collocamento azionario si possono verificare 2 scenari:

- prezzo di scambio inferiore al prezzo di quotazione;
- prezzo di scambio superiore al prezzo di offerta.

La prima ipotesi si verifica quando il titolo è soggetto a pressioni di vendita. In tal caso i responsabili del collocamento saranno in grado di far fronte alle loro posizioni corte, derivanti dalle vendite allo scoperto, acquistando le azioni direttamente sul mercato, supportando, in tal modo, il corso del titolo, e riconsegnando le stesse, al termine del periodo di stock lending, agli azionisti che le avevano messe a disposizione, senza esercitare, pertanto, la greenshoe option.

Nel secondo caso, invece, i responsabili del collocamento saranno in grado di far fronte alle proprie posizioni corte esercitando la greenshoe option.

Le azioni messe a disposizione potranno essere sia azioni di nuova emissione che azioni già possedute dai vecchi azionisti.

La stabilizzazione è consentita dalla normativa in vigore solo a patto che l'overallotment avvenga al prezzo di quotazione, entro il periodo di offerta e che sia coperto, almeno in parte, da un contratto di stock lending.

Tipicamente l'opzione di greenshoe rappresenta il 10-15% dell'offerta globale. Il tutto deve, chiaramente, essere oggetto di comunicazione pubblica.

La stabilizzazione permette anche un ritorno in termini di profitto a favore del global coordinator, il quale può decidere di dividerla o meno con il resto dei partecipanti al consorzio di collocamento.

Trascorsi i 30 giorni ed una volta iniziata la fase di trading ordinario il responsabile del collocamento non potrà più intervenire per sostenere il corso del titolo che sarà determinato ora dalle sole logiche di mercato. In tale fase può permanere un vincolo in capo a determinati soggetti di procedere con ulteriori vendite nell'immediato o conferire azioni in garanzia, come previsto dalle clausole di lock-up. Tale clausola, come visto in precedenza, ha l'obiettivo di sostenere il prezzo delle azioni nei mesi successivi al collocamento. Le suddette clausole sono informazioni rilevanti e pertanto vanno incluse all'interno del prospetto informativo. Esse fungono anche da segnale di bontà dell'operazione di IPO in oggetto.

In conclusione siamo in grado di affermare che anche nella fase immediatamente successiva al collocamento azionario, come appena descritto, lo sponsor/global coordinator svolge un ruolo di primaria importanza. Tale soggetto, dunque, non si occupa solo di collocare le azioni presso gli investitori, ma anche di sostenerne il corso nella fase di aftermarket.

Conclusioni

Conclusioni

Al termine dello studio effettuato e riportato all'interno del suddetto elaborato, possiamo certamente confermare la nostra ipotesi di partenza, secondo la quale lo sponsor/global coordinator riveste un ruolo fondamentale all'interno dei processi di IPO. E' dalla sua competenza e dalla sua esperienza, infatti, come si evince dallo studio effettuato, che dipende gran parte della performance della suddetta operazione di finanza straordinaria.

Analizzando le varie fasi del processo che porta una società a quotare le proprie azioni, abbiamo notato come lo sponsor sia presente in modo particolarmente attivo in ciascuna di esse. Il suo apporto risulta di straordinaria importanza in virtù del fatto che esso realizza le attività più importanti e delicate all'interno del processo. Lo sponsor, infatti, come visto, affianca la società quotanda fin dalle prime fasi del processo, quando ancora non è stata presa la decisione definitiva di portare la società in Borsa. All'inizio, infatti, si instaura tra la società e l'intermediario un rapporto di semplice collaborazione, volto ad effettuare un'analisi sulle condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali della prima e sul suo assetto organizzativo e di corporate governance, per verificare se essa rispetta in pieno le condizioni necessarie per poter implementare un processo di quotazione, ipotesi assai rara, o se, invece, come accade il più delle volte, è necessaria una fase di preparazione della società alla quotazione, fase che comporta dei cambiamenti significati all'interno della società, in modo da allinearla con gli standard richiesti dal Regolamento di Borsa e dal mercato per ottenere un successo in fase di collocamento delle azioni presso gli investitori.

Una volta terminata la fase di preparazione, che abbiamo ben descritto all'interno dell'elaborato, il ruolo dello sponsor diviene quello di regolare i rapporti con le controparti interessate dall'operazione in oggetto. In particolar modo, lo sponsor funge da collegamento tra l'impresa e le autorità istituzionali. Tra tutte vanno ricordate, certamente, Borsa Italiana S.p.A., il cui Regolamento prevede la nomina obbligatoria di uno sponsor per le società che decidono di

quotarsi, e la Consob, che, invece, è chiamata a valutare il prospetto informativo e a concedere il nulla osta per la pubblicazione dello stesso. Senza tale autorizzazione la società emittente non può procedere con il collocamento azionario.

Lo sponsor, in pratica, presenta la società a Borsa Italiana S.p.A. e si fa garante per quanto dichiarato dalla stessa. Lo sponsor, infatti, oltre ad occuparsi di una serie di attività di fondamentale importanza all'interno del processo di quotazione, si fa carico di tutta una serie di responsabilità, ampiamente analizzate all'interno dell'elaborato.

Oltre al rapporto con le autorità istituzionali, lo sponsor si occupa di curare anche quello con gli investitori. Si tratta di un aspetto molto delicato in quanto il successo di una IPO dipende proprio dalla capacità dello sponsor di riuscire a convincere i potenziali investitori della bontà dell'offerta proposta dalla società emittente in modo tale che un gran numero di essi maturi la decisione di aderire alla stessa offerta. Quando, infatti, le adesioni ed il numero di azioni richieste dagli investitori supera il numero di azioni offerte dalla società emittente, si ottiene il fenomeno dell'oversubscription, di cui abbiamo parlato all'interno dell'ultimo capitolo dell'elaborato, e che genera una pressione al rialzo sul prezzo di quotazione. Quanto più il prezzo di quotazione sarà elevato, tanto minore risulterà essere l'underpricing, che, come detto, rappresenta un costo implicito che la società quotanda è chiamata a sostenere in un processo di IPO. La dimensione dell'underpricing, come visto, è anche legata alla scelta dello sponsor da parte della società emittente. Nominare, infatti, uno sponsor con elevata esperienza nel campo dei processi di quotazione, è sinonimo di garanzia per i mercati e per gli investitori che percepiscono un ridotto livello di rischio associato alla specifica operazione e, pertanto, saranno maggiormente propensi ad aderire all'offerta.

Al fine di avvicinare maggiormente gli investitori all'offerta, come visto nel capitolo terzo dell'elaborato, lo sponsor costituisce un consorzio di collocamento

che, nella maggior parte dei casi, risulta essere anche un consorzio di garanzia in quanto garantisce alla società emittente la totale sottoscrizione delle azioni offerte dalla società. La scelta dei componenti del consorzio è a carico dello stesso sponsor/global coordinator, anche se in alcuni casi vengono scelte anche delle banche o degli intermediari finanziari che intrattengono già rapporti con la società emittente e di cui quest'ultima si fida. I criteri con i quali vengono scelti i partecipanti al consorzio di garanzia sono, sostanzialmente, definiti in modo tale da garantire una diffusione capillare dell'offerta sull'intero territorio nazionale, nel caso di IPO domestica, o a livello globale, nel caso in cui si vogliano attirare anche investitori esteri. Inoltre si cerca di garantire che si avvicinino all'offerta non soltanto gli investitori istituzionali ma anche quelli retail, in modo tale da ottenere un azionariato molto frammentato a seguito dell'operazione di IPO, il che evita, o quanto meno riduce il rischio, di una scalata al controllo della società.

Il ruolo dello sponsor, come visto, non si esaurisce, però, con il collocamento azionario ma prevede un impegno importante anche nei giorni immediatamente successivi al collocamento. In virtù di accordi sottoscritti con la società emittente, infatti, lo sponsor/global coordinator si impegna a sostenere il corso del titolo sul mercato secondario. Se, infatti, come visto nell'ultimo capitolo dell'elaborato, la domanda per il titolo in oggetto dovesse essere scarsa sul mercato secondario, lo sponsor interviene acquistando azioni ed evitando, così, che il prezzo delle stesse crolli. Nel caso contrario, invece, in cui vi sia forte domanda del titolo nei giorni successivi al collocamento, lo sponsor vende titoli aggiuntivi facendo valere la greenshoe option sottoscritta con la società emittente, in modo tale che il prezzo delle azioni non aumenti in modo eccessivo. Tali operazioni, che possono essere effettuate per un periodo non superiore ai 30 giorni successivi al collocamento azionario, servono, sostanzialmente, a stabilizzare il corso del titolo azionario in modo tale da renderlo non aleatorio e, dunque, meno rischioso.

Lo sponsor è, dunque, presente in ogni fase del processo di quotazione alle quali partecipa in modo attivo. E' il fulcro dell'intero processo di quotazione ed i risultati ottenuti dipendono in gran parte dal suo impegno profuso in tale operazione.

In definitiva, dunque, possiamo certamente affermare che la nostra ipotesi di partenza risulta essere verificata dallo studio effettuato, a supporto del quale abbiamo anche riportato evidenze di natura empirica.

Bibliografia

Allen F., Faulhaber G.R. (1989). "Signalling by Underpricing in the IPO Market". *Journal of Financial Economics*, 23, 303-323.

Arcuri M.C., Gandolfi G. (2012). "La performance delle IPOs italiane nel medio-lungo termine: il caso delle imprese bancarie". *Bancaria*, 68 (2), 17-29.

Baldi F. (2003). "Struttura finanziaria e tecniche di quotazione delle imprese: il metodo del bookbuilding". *Economia Italiana*, 1, 171-198.

Baron D.P. (1982). "A Model of the Demand for Investment Banking, Advising and Distribution Services for New Issues". *Journal of Finance*, 37, 4, 955-976.

Baron D.P., Holmstrom B. (1980). "The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem". *Journal of Finance*, 25, 5, 1115-1138.

Benveniste L.M., Spindt P.A. (1989). "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues". *Journal of Financial Economics*, 24, 343-362.

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.L. II (1986). "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis". *Journal of Financial Economics*, 45, 4, 1045-1067.

Brennan M.J., Franks J. (1997). "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK". *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.

Celia P. (2008). "Underpricing, oversubscription, ownership dispersion e liquidità nel mercato secondario: evidenze dalle ultime operazioni italiane". Università di Verona, Dipartimento di Scienze Economiche.

Chemmanur, T.J. (1993). "The Pricing of Initial Public Offerings: a dynamic model with information production". *Journal of Finance*, 48, 371-387.

Chemmanur T.J., Fulghieri P. (1999). "A theory of the Going-Public Decision". *Review of Financial Studies*, 12, 249-279.

Cornelli F., Goldreich D. (1999). "Bookbuilding and strategic allocation". *Financial Economics*, Discussion paper n. 2160, CEPR.

Dalocchio M., Salvi A. (2005). "Finanza d'azienda". Egea, Milano.

Derrien F., Womack K.L. (2003). "Auction vs. bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets". *Review of Financial Studies*, 16, 31-61.

Ellul A., Pagano M. (2006). "IPO Underpricing and After-Market Liquidity". *The Review of Financial Studies*, 19, 2.

Eroli M. (1989). *"I consorzi di collocamento di valori mobiliari"*. Collana Quaderni della rassegna. Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli.

Fabrizio S., (1999). *"L'underpricing degli IPO italiani: il ruolo degli underwriters, dei prospetti informativi e degli analisti"*. Banca, imprese, società, 3, 369-412.

Forestieri G. (2007). *"Corporate & Investment Banking"*. Egea, Milano.

Forestieri G., Lazzari V. (2003). *"Il finanziamento delle imprese. Quale futuro?"*. Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi. Bancaria Editrice, Roma.

Habib, M., Ljungqvist, A., (2001). *"Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: theory and evidence"*. Review of Financial Studies 14, 433-458.

Holmstrom B., Tirole J. (1993). *"Market liquidity and performance monitoring"*. Journal of Political Economy, 101, 678-709.

Iosio C. (2011). *"IPO per le PMI italiane"*. Ipsos.

Jenkinson T., Ljungqvist A., Wilhelm W. (2000). *"Has the introduction of bookbuilding increased the efficiency of international IPOs?"*. NY working paper.

Lucas D., McDonald R. (1990). *"Equity issues and stock price dynamics"*. Journal of Finance, 45, 1019-1043.

Maksimovic V., Pichler P. (2001). *"Technological innovation and Initial Public Offerings"*. Review of Financial Studies, 14, 459-494.

Mancaruso M., Ferragina F., La Ferla L. (2009). *"AIM Italia: i protagonisti esterni del processo di quotazione"*. Contabilità, finanza e controllo, 32 (8/9), 711-718

Parrini L. (2006). *"Il mercato Espandi. La quotazione in borsa per le PMI"*. Ipsos.

Pavesi F.V. (2012). *"Iter di una IPO per la quotazione in borsa"*. PMI, 18 (6), 15-22.

Pedrali F., Villa E. (2007). *"LA valutazione dei rischi di garanzia nei Consorzi di collocamento di strumenti finanziari in Italia"*. Rivista Italiana di ragioneria e di economia aziendale, 107 (9/10), 490-504.

Preda S. (1996). *"La finanza mobiliare in banca"*. Egea, Milano.

Rock K. (1986). *"Why new issues are underpriced"*. Journal of Financial Economics, 15, 187-212.

Salvatore E. (1997). *"I consorzi di collocamento"*. Tratto da "I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario", UTET.

Spatt C., Srivastava S. (1991). *"Preplay communication, participation restrictions and efficiency in initial public offering"*. Review of Financial Studies, 4, 709-726.

Welch, I. (1989). *"Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings"*. Journal of Finance, 44, 421-450.

