

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

Introduzione

Le operazioni di finanza straordinaria hanno sempre suscitato in me un'attenzione particolare. E' per questo motivo che, per la redazione della mia tesi magistrale, ho deciso di trattare la tematica relativa alle operazioni 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 di una 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 l'attività svolta dallo sponsor all'interno di un processo di IPO è di fondamentale importanza al fine del raggiungimento di una performance positiva della stessa.

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

Lo sponsor ricopre certamente un ruolo chiave all'interno del processo di quotazione che, 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 una certa esperienza in tale tipologia di operazione.

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, maturando la decisione di quotarsi, affidano 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 ciò che 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 i soggetti che prendono parte ai consorzi di collocamento. Analizzerò dunque tutte le fasi del processo adottando l'ottica dello sponsor che, come detto, coinciderà con quella 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 delle azioni e, nelle fasi immediatamente successive all'allocazione dei titoli, nella stabilizzazione dello corso delle stesse. Il ruolo dello sponsor, infatti, non si esaurisce con l'allocazione delle azioni sul mercato, bensì esso, per un periodo di circa 30 giorni successivi al collocamento azionario, effettua, come vedremo, operazioni di compravendita sul mercato secondario, in virtù di accordi sottoscritti con la società emittente, cercando di bilanciare domanda e offerta dei titoli azionari in oggetto.

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 al quale la letteratura economica attribuisce diverse definizioni e differenti 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.

Capitolo primo

Il primo dell'elaborato ha lo scopo 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, ho posto in evidenza soltanto gli aspetti più generali di esso:

- 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).

Ritornando al quesito da cui siamo partiti, apparentemente potrebbe sembrare una domanda molto semplice a cui rispondere, ma in realtà dietro l'identificativo di sponsor si celano una molteplicità di aspetti da analizzare con molta attenzione.

In primo luogo bisogna partire dal presupposto che lo sponsor è una figura prevista dai Regolamenti di Borsa Italiana S.p.a. i quali prevedono l'obbligo di nominare un soggetto che accompagni la società quotanda lungo tutto il processo di quotazione ed anche oltre, come anticipato.

In tale capitolo, pertanto, ho analizzato le disposizioni di Borsa Italiana S.p.a. in merito alle caratteristiche che un soggetto deve possedere per poter rivestire il ruolo di sponsor all'interno di un processo di quotazione. In particolar modo, il Regolamento stabilisce che tale incarico può essere ricoperto dagli istituti di credito, dalle imprese d'investimento e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del Testo Unico Bancario.

Secondo quanto stabilito dallo stesso regolamento di Borsa Italiana S.p.a., lo sponsor deve presentare caratteristiche di indipendenza rispetto alla società quotanda. A tal fine lo sponsor deve rilasciare a Borsa Italiana S.p.a. un'attestazione precisando la natura e la consistenza dei rapporti intrattenuti con la società emittente.

Inoltre è stata analizzata la panoramica che lo stesso Regolamento fa sul ruolo dello sponsor all'interno del processo di quotazione. In particolar si è parlato di:

- rapporti con l'emittente nella procedura di ammissione alla quotazione delle azioni;
- ruolo e responsabilità assunte dallo sponsor in seguito alla nomina;
- dichiarazioni che lo sponsor è chiamato a rilasciare a Borsa Italiana S.p.a.

La nomina dello sponsor, è bene ricordarlo, non è prevista dal Regolamento nel solo ambito del processo di IPO, ma anche quando, a seguito di gravi infrazioni del Regolamento da parte della società emittente, Borsa Italiana S.p.a. reputa necessaria la nomina di uno sponsor che assista la società emittente negli adempimenti dovuti.

Il Regolamento di Borsa Italiana S.p.a. prevede anche delle sanzioni a carico dello sponsor in caso di accertate violazioni da parte dello stesso nello svolgimento della propria attività. A tal proposito analizzeremo, seguendo sempre il dettato del Regolamento di Borsa, la procedura di accertamento delle violazioni e le eventuali sanzioni previste:

- richiami scritti;
- pene pecuniarie;
- inibizione a ricoprire l'incarico di sponsor per un periodo non superiore ai 18 mesi.

Il global coordinator, invece, non è una figura prevista dal Regolamento di Borsa ma ricopre, comunque, un'importanza fondamentale all'interno del processo di IPO. In particolar modo abbiamo messo in evidenza, all'interno del primo capitolo del suddetto elaborato:

- caratteristiche richieste per poter rivestire il ruolo di global coordinator;
- attività svolte nell'ambito del processo di quotazione e responsabilità assunte.

Nell'ultima parte del capitolo, infine, abbiamo cercato di spiegare cosa significhi, per lo sponsor, partecipare ad un processo di quotazione in termini di incentivi, organizzazione e proventi riportando, a supporto dell'analisi, evidenze di carattere empirico.

Capitolo secondo

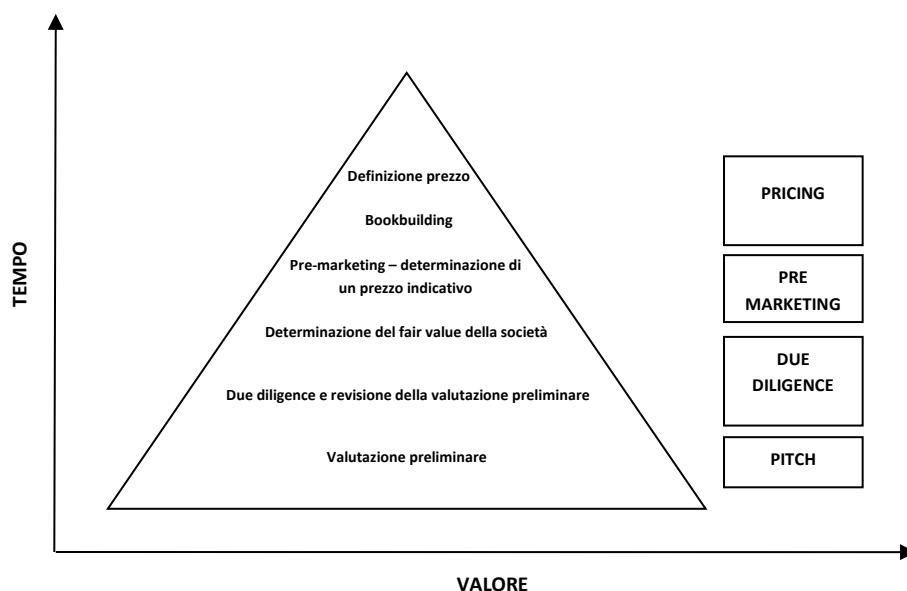
Il secondo capitolo rappresenta un po' il cuore dell'elaborato, in quanto in esso ho analizzato con estrema attenzione tutte le attività e le responsabilità assunte dallo sponsor all'interno del processo di quotazione, suddividendo quest'ultimo nelle distinte fasi che lo compongono, partendo dal pitch per arrivare al collocamento delle azioni sul mercato. Le attività che, invece, interessano comunque lo sponsor ma che susseguono il momento del collocamento sono state trattate nell'ultimo capitolo dell'elaborato. Le fasi antecedenti al momento del collocamento delle azioni hanno un unico scopo, ossia quello di definire il prezzo di quotazione. Si tratta di un processo molto delicato ed importante da cui dipende la performance dell'IPO. 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 e la performance del titolo successivamente al collocamento. 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 il solo obiettivo di massimizzare i capital gain dei vecchi azionisti e le entrate finanziarie della società quotanda, ma anche quello di garantire un corso positivo del titolo sul mercato secondario. Nella maggior parte dei casi, invero, il prezzo di quotazione viene fissato ad un prezzo 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 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, ho suddiviso il capitolo in paragrafi, ciascuno dei quali è 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;**
- **pricing e l'assegnazione delle azioni.**

Nel corso della trattazione ho fatto riferimento ad una rappresentazione grafica che ci dà l'idea di quelle che sono le differenti fasi del processo che porta alla definizione del prezzo ufficiale di quotazione, Si tratta della piramide del valore di seguito riportata:



Nel primo paragrafo ho analizzato, innanzitutto, il processo di preparazione alla quotazione. Le società, infatti, che intendono quotare i propri titoli azionari devono rispettare una serie di vincoli imposti dal Regolamento di Borsa Italiana, per poter essere ammesse alla quotazione. Per tale motivo, solitamente, le società devono essere assoggettate ad un processo che le renda rispondenti ai requisiti formali e sostanziali richiesti per implementare una IPO. In particolar modo, oggetto di tale processo di adeguamento 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 questo processo di preparazione la società è accompagnata, come previsto dal Regolamento di Borsa, dallo sponsor, di cui abbiamo già detto. Esso può essere nominato direttamente dalla società (**beauty contest**), oppure, come

avviene nella maggior parte dei casi al giorno d'oggi, vista la crescente specializzazione di alcuni intermediari finanziari nelle operazioni di finanza straordinaria, ed in particolare di IPO, sono essi a prospettare alla società la possibilità di una quotazione in Borsa. In quest'ultimo caso si parla di **pitch diretto**. Ovviamente, la scelta da parte dell'emittente tra i diversi soggetti che potrebbero ricoprire l'incarico di sponsor dipende da numerosi fattori tra cui, certamente, l'esperienza maturata in tale tipologia di operazioni, lo spessore professionale, il placing power e la stima preliminare sul valore della società quotanda. In tale fase, dunque, viene effettuata anche una stima preliminare del valore della società emittente e del prezzo cui l'intermediario o la banca ritiene di essere in grado di completare con successo il collocamento delle azioni. Anche se spesso risulta essere un aspetto cruciale per ottenere l'incarico, si tratta, chiaramente, di una stima che ha poco significato in quanto effettuata prima della due diligence, senza, cioè, che l'intermediario abbia sufficienti ed attendibili informazioni riguardo la società, ma, soprattutto, è un valore stimato senza alcun confronto con il mercato. Data l'importanza del ruolo dello sponsor e del global coordinator all'interno di un processo di quotazione, la società deve prestare molta attenzione alla scelta del soggetto che dovrà ricoprire tali ruoli e, molto spesso, non avendo le conoscenze e le competenze necessarie a prendere una decisione ottimale in merito, nomina un advisor che, tra le altre cose, fornisce supporto alla società in questa delicata decisione.

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***.

Nel paragrafo successivo, invece, abbiamo analizzato la fase di ***due diligence*** svolta dall'intermediario con l'ausilio dei consulenti fiscali e legali, dello stesso management della società e, se presente, dell'advisor. 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.**

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 evidenzia la reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria della stessa. E' su quest'ultimo, infatti, che gli investitori basano le proprie scelte d'investimento.

Si tratta ovviamente di una stima del valore del capitale economico della società in ottica di quotazione che non tiene conto, però, dell'IPO discount e delle indicazioni provenienti dall'attività di pre-marketing. Si tratta, dunque di una valutazione che viene ricompresa all'interno di un range di valori che con il prosieguo del processo verrà ulteriormente affinato fino alla definizione del prezzo definitivo di quotazione. Abbiamo analizzato, seppur senza entrare troppo nello specifico in quanto non si tratta dell'argomento principale dell'elaborato, i metodi di valutazione utilizzati dallo sponsor per poter ottenere una stima del fair value della società emittente:

- **discounted cash flow;**
- **metodo dei multipli.**

La fase di due diligence è funzionale anche alla redazione del *prospetto informativo*, un documento molto importante che attesta la volontà da parte della società di quotarsi in Borsa. Prima di poter essere pubblicato, però, è necessario il nulla osta da parte della Consob. Il prospetto informativo ha l'obiettivo di garantire la trasparenza sui mercati finanziari, consentendo agli investitori di effettuare le proprie scelte di investimento in modo consapevole, avendo a disposizione informazioni veritiere e corrette. Tale documento contiene informazioni riguardanti l'emittente, lo strumento finanziario da collocare e le modalità e le finalità della sollecitazione al pubblico risparmio. Tale documento viene sottoscritto oltre che dall'emittente anche dal responsabile del collocamento, ovvero dalla banca capofila dell'offerta al pubblico, che spesso coincide con il global coordinator. I soggetti sottoscrittori del prospetto informativo, comunque, si assumono piena responsabilità rispetto a quanto riportato all'interno del documento. Per tale motivo il responsabile del collocamento effettua un'attenta due diligence (contabile, fiscale e di business) sulla società quotanda col fine di ottenere una serie di "comfort letters" che saranno utilizzate per tutelarsi in caso di successive contestazioni riguardo il contenuto del prospetto informativo. 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. Anche in tale fase, dunque, lo sponsor riveste un ruolo fondamentale pertanto abbiamo analizzato con attenzione quelle che sono le attività svolte e le responsabilità di cui si fa carico durante questa particolare e delicata fase del processo di IPO. 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.

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. 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.

Le fasi esecutive del processo di IPO, possono essere suddivise in:

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

Prima che venga pubblicato il prospetto informativo, infatti, gli analisti finanziari delle istituzioni che partecipano ai consorzi di collocamento predispongono delle ricerche (**equity research**) sulla società con l'obiettivo di stimare dati di natura previsionale. Tali ricerche saranno poi distribuite agli investitori istituzionali clienti delle banche interessate, con lo scopo di supportare l'attività di collocamento delle azioni. Sono informazioni, dunque, non disponibili per gli investitori retail.

Solitamente, infatti, queste informazioni di natura previsionale non sono contenute all'interno del prospetto informativo né tanto meno all'interno dell'offering circular. Durante la fase di **pre-marketing (o di investor education)**, poi, la banca effettua un'indagine presso gli investitori istituzionali con l'obiettivo di definire un range di prezzo indicativo a cui potranno essere offerte le azioni.

Una volta ottenuta l'autorizzazione da parte della Consob per la pubblicazione del prospetto informativo, si apre la fase successiva, ovvero l'attività di marketing vera e propria, oggetto del quarto paragrafo. In questa fase risulta di fondamentale importanza il **road show**, ovvero i dirigenti e gli amministratori della società quotanda organizzano una serie di incontri collettivi e/o individuali con gli investitori istituzionali toccando anche i centri finanziari più importanti per la tipologia di offerta in questione. Si tratta di un'attività che viene effettuata in un arco temporale molto ristretto e concentrato, solitamente si tratta di una due settimane al massimo. Per quanto riguarda, invece, gli investitori retail si organizza una vera e propria campagna promozionale. Scopo principale di tale fase è quello di avvicinare gli investitori, istituzionali e retail, all'offerta e convincerli della bontà dell'investimento e definire un range di prezzo all'interno del quale avverrà poi il collocamento delle azioni. Dalla metà degli anni Novanta, le offerte si svolgono quasi esclusivamente con il metodo dell'open price, ossia il prezzo definitivo viene stabilito solo alla chiusura dell'offerta stessa. Pertanto gli investitori effettuano le proprie scelte di adesione solo sulla base del range di prezzo individuato durante il road show. Contestualmente e successivamente agli incontri con gli investitori, questi ultimi fanno giungere le proprie adesioni agli intermediari che si occupano del collocamento. Agli investitori istituzionali, a differenza degli investitori retail, viene data la possibilità di esprimere una propria curva di domanda, dove la quantità di azioni che intendono acquisire dipenderà dal prezzo finale che verrà stabilito. Questo procedimento che prevede la raccolta delle adesioni all'offerta viene definito **bookbuilding**. Gli intermediari che raccolgono le adesioni trasmettono queste ultime alla banca capofila del consorzio di collocamento di appartenenza, la quale le riunisce in un unico prospetto (il book). Soltanto il global coordinator e le lead banks dei consorzi hanno una visione completa dell'andamento dell'offerta. Il giorno antecedente il periodo di adesione all'offerta viene pubblicato il prezzo massimo. Pertanto, come evidente, anche in questa fase, come nelle precedenti, lo sponsor/global coordinator riveste un ruolo fondamentale, a conferma della nostra ipotesi di partenza secondo la quale il successo di un'operazione di IPO dipende in gran parte dalle competenze, dalla professionalità e dal lavoro svolto dal soggetto che ricopre tale incarico.

Infine, il processo si conclude con la definizione del prezzo definitivo e il collocamento delle azioni. Una volta conclusa la fase di adesione all'offerta, infatti, bisogna decidere a quale prezzo assegnare le azioni della società e, in caso di richieste in eccesso rispetto all'offerta (**oversubscription**), a chi assegnarle. In questa fase emergono in maniera preponderante i conflitti di interesse tra i soggetti interessati dal processo di quotazione. Da un lato, infatti, vi sono i vecchi azionisti che, vendendo le proprie azioni, hanno interesse a massimizzare il prezzo di quotazione perché questo significa massimizzare il proprio capital gain. Anche la società emittente ha interesse ad ottenere un prezzo che sia il più alto possibile per quanto riguarda la quota di nuove azioni da sottoscrivere in modo tale da far affluire maggiori risorse finanziarie al proprio interno. Dall'altro lato, però, un prezzo troppo elevato potrebbe compromettere il corso del titolo nel periodo successivo al collocamento delle azioni, deprimendone il valore. Pertanto gli investitori hanno interesse a che il prezzo resti contenuto lasciando margini per un apprezzamento delle azioni nei periodi successivi. La posizione del global coordinator, invece, è più complessa in quanto egli offre servizi a tutte le parti in gioco. Pertanto, da un lato, ha interesse a soddisfare le richieste degli azionisti venditori e della società emittente se vuole che in futuro gli venga attribuito qualche altro mandato, mentre, dall'altro, deve tener conto anche degli interessi degli investitori per non compromettere il rapporto con essi a cui dovrà rivolgersi nuovamente in futuro per collocare altre azioni. Il global coordinator deve, quindi, far in modo da bilanciare gli interessi di tutte le parti in gioco, agendo da mediatore tra le parti, un ruolo assai delicato e complesso da cui dipende anche la performance della quotazione. Solitamente il prezzo effettivo di vendita e/o sottoscrizione delle azioni della società viene fissato ad un prezzo di poco inferiore rispetto al prezzo di equilibrio (**underpricing**) in modo tale da lasciare una parte della domanda insoddisfatta. Obiettivo principale di ciò è quello di fare in modo che quella parte della domanda che non viene soddisfatta acquisti le azioni nei giorni immediatamente successivi al collocamento sul mercato secondario in modo tale da sostenere l'andamento del titolo ed evitare un suo possibile deprezzamento

Per quanto riguarda l'assegnazione delle azioni, molto spesso, in base alle richieste pervenute, si genera la necessità di trasferire parte dei titoli riservati all'offerta istituzionale a quella retail e viceversa (**clawback**). Tale possibilità è spesso prevista e regolata da contratti stipulati tra i consorzi di collocamento. In caso di oversubscription della tranche istituzionale, sorge la necessità di decidere a chi attribuire le azioni. La decisione spetta esclusivamente alla banca lead manager della tranche suddetta. Il criterio seguito è quello di garantire il miglior corso possibile alle azioni nel medio lungo termine. Pertanto si terrà conto di fattori come la nazionalità e la tipologia

dell'investitore, la tempistica e la dimensione degli ordini ricevuti e, certamente, saranno preferiti gli investitori che hanno un orizzonte temporale di investimento di più lungo termine. Per quanto riguarda la tranche retail, invece, in Italia, è previsto che in caso di eccesso di domanda l'assegnazione avvenga attraverso estrazione a sorte tra i richiedenti.

Capitolo terzo

Il terzo capitolo è dedicato alla trattazione di una tematica molto importante all'interno del processo di quotazione, ovvero i rapporti tra la società emittente, gli azionisti 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 che spingono le società quotande a rivolgersi ai consorzi di collocamento sono diverse. 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 permettere alla società emittente di premunirsi rispetto al rischio di un mancato assorbimento dell'intera offerta da parte del mercato. 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***)

I consorzi di semplice collocamento hanno come scopo unicamente quello di consentire all'emittente di raggiungere, per loro tramite, la generalità dei risparmiatori, senza però garantire il risultato dell'operazione. Il rischio di mancato assorbimento delle azioni da parte del mercato permane, pertanto, in capo alla società emittente. Le banche, dunque, assumo il ruolo di semplici selling bank.

Nei consorzi di assunzione a fermo, invece, gli intermediari acquistano direttamente i titoli dalla società emittente obbligandosi, contestualmente, a collocarli sul mercato. In tal modo non solo la società emittente incassa subito il ricavato dell'operazione, ma si sgrava del rischio di non riuscire a collocare l'intera offerta sul mercato, rischio che, dunque, passa sulle spalle degli appartenenti al suddetto consorzio di collocamento.

I consorzi di garanzia, infine, hanno, in pratica, la stessa funzione dei consorzi di assunzione a fermo, con la differenza che in essi i consorziati si limitano ad impegnarsi a sottoscrivere solo i titoli che al termine dell'offerta non siano stati assorbiti dal mercato. In tal caso, dunque, la società emittente ha comunque la garanzia dell'integrale sottoscrizione dell'offerta, il che infonde nel pubblico, per la natura e la reputazione dei soggetti partecipanti, la fiducia sulla bontà intrinseca dell'operazione. Il ricorso a tale tipologia di consorzi è oggi molto frequente per molte operazioni di aumento di capitale finalizzate alla successiva quotazione in borsa delle azioni e rappresenta più un fatto di "immagine" per la società che uno strumento di riduzione del rischio che appare, in concreto, minimo.

Vi sarà una prima fase di collaborazione tra la società e la banca, definita **originating bank**, la quale, in tal modo, verrà in possesso di maggiori informazioni necessarie a poter effettuare una valutazione più attenta della società in oggetto. Spesso capita che vi siano più banche e/o intermediari che prospettano alla stessa società la possibilità della quotazione, pertanto si instaura una sorta di competizione per ottenere il mandato. Solitamente l'originating bank ricoprirà il ruolo di capofila di uno dei consorzi di collocamento, ma non è detto che ciò accada. Ottenere il mandato di lead manager del consorzio vuol dire per la banca maggiori compensi (**management fee**), riservati esclusivamente a chi ricopre tale incarico, in aggiunta rispetto ai compensi spettanti a tutti coloro che partecipano ai consorzi di collocamento.

Una volta conclusa la fase preliminare di valutazione l'intermediario viene costituito il consorzio di collocamento. La scelta dei soggetti che entreranno a far parte del consorzio è, solitamente, un compito che il capofila svolge autonomamente anche se, in alcuni casi, la società emittente spinge

per far inserire nell'elenco banche o intermediari finanziari di sua fiducia coi quali intrattiene altri rapporti. La scelta del lead manager cade spesso su soggetti insieme ai quali ha già condotto operazioni simili. In tale capitolo sono stati analizzati 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

Capitolo quarto

Nel quarto ed ultimo capitolo, infine, abbiamo analizzato le 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 del capitolo in oggetto abbiamo discusso del 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, abbiamo affrontato la tematica relativa alla **greenshoe option**, una tecnica di supporto al corso dei titoli nei 30 giorni successivi alla quotazione. Sia nella definizione dell'**underpricing** sia nel sostegno al prezzo delle azioni sul mercato, gioca un ruolo fondamentale lo sponsor/global coordinator.

L'**underpricing** consiste nella 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 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. Abbiamo analizzato, 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 abbiamo anche riportato una serie di evidenze quantitative aventi ad oggetto proprio l'underpricing.

Nella fase di **aftermarket**, invece, 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 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. In termini pratici la greenshoe option è una clausola, inserita all'interno dell'underwriting agreement, che attribuisce al consorzio di collocamento e garanzia il diritto di vendere sul mercato un numero maggiore di titoli rispetto a quello programmato originariamente dalla società quotanda, a patto che le condizioni di mercato lo consentano, ossia in caso di eccesso della domanda (oversubscription). Queste azioni aggiuntive vengono messe a disposizione del global coordinator da alcuni azionisti attraverso un contratto di prestito titolo (**stock lending**) per un periodo di 30 giorni circa. 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 acquistando titoli sul mercato in modo da sostenerne il prezzo 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. 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.

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