

# Abstract

Il lavoro da me svolto si prefigge lo scopo di analizzare il fenomeno dell'underpricing.

Definito come la differenza tra il prezzo che le azioni raggiungono nel primo giorno di negoziazione e il prezzo d'offerta  $[(IR)_t = P_{t,t} - E_t]$  o come il prezzo di collocamento dei titoli e la quotazioni nel primo giorno di negoziazione, al netto delle variazioni dell'indice del mercato in

cui sono negoziato  $\left[ U_{t,i} = \ln\left(\frac{P_{t,t}}{P_{t,0}}\right) - \ln\left(\frac{I_t}{I_0}\right) \right]$ , l'underpricing è un fenomeno in tutti i mercati mondiali.

Le ragioni dell'esistenza di tale fenomeno sono molteplici.

La prima e la più rilevante è sicuramente l'esistenza dell'asimmetria informativa. La diversa allocazione delle informazioni delle tra gli investitori fa sì che l'impresa abbia la necessità di dover mandare al mercato un segnale sulla bontà dell'emissione e dell'impresa stessa. Questo segnale può essere dato solo attraverso l'underpricing poiché solo le società di buona qualità possono permettersi di sotto-quotare le proprie azioni. In altre parole l'emittente dovrà scegliere un prezzo tale da garantirgli una totale sottoscrizione delle azioni. Tale prezzo dovrà per cui eliminare il bias tra azioni vantaggiose e svantaggiose esistenti tra gli investitori meno informati. Questo prezzo sarà il valore che massimizza la funzione di utilità dell'emittente pari a

$$\max_{p > p_f} \frac{-1}{pZ} + \frac{1}{2\frac{\%}{Z}} \left[ 1 + \frac{\log\left(\frac{1}{b(p, N)} - \frac{\%}{p}\right)}{1 + \frac{\%}{p} - \frac{1}{b(p, N)}} \right]$$

L'esistenza dell'asimmetria informativa crea un problema di selezione avversa che influenza anch'essa il livello di sconto delle nuove azioni. Ciò è legato all'esistenza di investitori istituzionali e quindi più informati. Infatti, la presenza di tale tipologia di investitori crea un problema di selezione avversa a discapito degli investitori meno informati.

Le banche d'investimento hanno un ruolo fondamentale nella definizione dell'underpricing.

La presenza al fianco dell'impresa emittente di un'underwriter con un ampio bagaglio reputazionale fa sì che il livello di sconto delle azioni richiesto dagli investitori meno informati sia inferiore. Questo perché l'underwriter attraverso la raccolta di dati sull'emittente e la comunicazione di questi al mercato riduce l'asimmetria informativa .

Questo effetto sarà tanto più alto quanto più stretto sarà il legame tra banca underwriter e emittente. Infatti, se tra i due sussiste un semplice rapporto di sottoscrizione, la banca svolge il compito di collocare obbligazioni pubbliche o private dell'impresa , le informazioni in suo possesso saranno minime. Mentre, se tra banca e impresa emittente esiste un rapporto di "prestito" le informazioni nelle mani della banca saranno molteplici e quindi si otterrà l'effetto sopra indicato.

Per un investitore che acquista le azioni durante IPO è importante che il mercato secondario sia abbastanza liquido per poter facilmente negoziare tale azioni. Per tale motivo la liquidità del mercato secondario ha una notevole influenza sull'underpricing delle azioni. Infatti, gli investitori chiederanno un valore dell'underpricing tanto più alto quanto più alta sarà l'incertezza sulla liquidità delle azioni sul mercato secondario. L'underpricing in questo contesto può essere calcolato

come:  $E(\overline{P_1}) - P_0 = \frac{1 - \lambda}{1 + \lambda} \eta + zS_B$  dove  $E(P_1)$  è per l'appunto il prezzo atteso del titolo sul mercato secondario.

L'underpricing può essere visto , oltre che come segnale di bontà della società, anche come benefit concesso dall'impresa emittente agli investitori per le informazioni sulla propria domanda di acquisto delle azioni che essi forniscono all'emittente , o all'underpricing , durante il processo di IPO . Ciò fa sì che il prezzo di offerta sia scelto sulla base della domanda aggregata degli investitori. Per tali considerazioni è possibile constatare come anche la domanda degli investitori sia una delle cause dell'underpricing.

Anche le politiche fiscali possono influenzare l'underpricing . Infatti, se parte dell'offerta è collocata tra i dipendenti dell'impresa emittente o dell'underpricing ,le azioni attribuite e questi potranno essere considerate parte del salario loro spettante. In un'ottica del genere l'underpricing deriverà dai benefici fiscali sul surplus dei redditi da lavoro.

L'ultimo, ma non meno importante, elemento che influenza l'underpricing è la presenza delle Venture Capital al fianco dell'impresa emittente. L'effetto di tale presenza sull'underpricing è ambiguo. Infatti mentre alcuni autori dimostrano che la presenza di questi aumenta l'underpricing a causa dei maggiori costi legati alla scelta fatta da questi di un underpricing di alta reputazioni , altri

autori ritengono che la presenza di Venture Capital diminuisca la rischiosità dei titoli emessi portando ad una richiesta di sconto inferiore da parte degli investitori.

In alcune IPO svolte però si è verificato che le azioni presentassero un prezzo delle azioni superiore al loro valore. Ci si è interrogati se tale fenomeno può essere considerata un'alternativa all'underpricing.

Spesso per sollecitare gli investitori gli emittenti utilizzano, in alternativa o in sostituzione all'underpricing, delle forme alternative di incentivazione.

Tra queste le più utilizzate sono le clausole di bonus share e quelle di remedy share.

Le clausole di Bonus share sono azioni (già esistenti) attribuite gratuitamente ai nuovi investitori da parte degli offerenti in sede di IPO. Tale azioni devono essere mantenute per un determinato periodo di tempo. L'emissione di tali azioni ha effetti positivi sul prezzo delle azioni.

Le remedy share invece risultano essere azioni (di nuova emissione) attribuiti ai nuovi soci sottoscrittori dell'IPO. Tale clausola è legata al raggiungimento di un risultato operativo.

Il legame tra performance aziendali e garanzia può essere interpretato come un segnale di bontà della società. Questo fa sì che anche gli investitori meno informati siano più propensi all'acquisto di tale azioni proprio per la minor rischiosità di queste.