



Dipartimento di Impresa e Management  
Cattedra: Finanza Aziendale

“IPO: fattori di determinazione dell'underpricing e  
conflitti di interesse nel processo di prima quotazione delle società”

RELATORE

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO

Davide Amato  
Matr. 168851

ANNO ACCADEMICO 2013 - 2014

## **Introduzione.**

L' Offerta Pubblica di Sottoscrizione (in inglese *Initial Public Offering*)<sup>1</sup> è il processo con cui una società decide di offrire al pubblico degli investitori le proprie azioni in sottoscrizione, quotandosi su un mercato regolamentato per la prima volta. Le ragioni per cui a questo argomento viene riconosciuta importanza preminente nel ramo della finanza aziendale sono molteplici. In primo luogo l'IPO viene ad essere uno strumento tramite il quale una società riesce a sfruttare opportunità di crescita che si presentino grazie alla possibilità di accedere al capitale necessario in maniera più facile, sicura e ad un costo inferiore. Inoltre anche dalla prospettiva di chi volesse investire nella società, finanziandola con capitale di rischio, l'IPO risulta essere uno step importante, modificando il grado di rischio dell'investimento, in particolare, diminuendolo. Accade, infatti, che, nel momento in cui una società decida di quotarsi, deve rispettare alcuni parametri di *disclosure* (inteso come il grado di apertura al mercato in termini informativi) e di flottante che rende disponibile. Conseguentemente gli individui hanno la possibilità di decidere in maniera maggiormente consapevole del loro investimento e monitorarlo più attentamente. Inoltre, il loro investimento sarà meno rischioso poiché di più facile smobilizzo grazie all'aumentata liquidità del titolo (ragione che giustifica anche la diminuzione del costo della raccolta del risparmio per la società).

---

1

In seguito viene usato l'equivalente inglese, si uso comunque, Initial Public Offering (IPO).

Aspetto di un'IPO che va a risultare particolarmente rilevante per la società che prende la decisione di intraprendere questo processo risulta essere l'underpricing. L'underpricing è il più gravoso costo indiretto in un'IPO. Viene definito underpricing la differenza percentuale fra il prezzo di offerta del titolo (cioè il prezzo al quale è possibile sottoscrivere l'azione) e il prezzo di chiusura del titolo stesso al termine del primo giorno di negoziazione sul mercato. L'argomento assume particolare importanza nel momento in cui si esamina la percentuale media dell'underpricing nelle IPO. Bisogna intanto partire dall'assunto che nella quasi totalità dei mercati regolamentati in tutto il mondo l'underpricing assume un valore positivo. Negli Stati Uniti d'America, ad esempio, il livello medio di underpricing è risultato essere il 42% tra il 1996 e il 2000<sup>2</sup>. Questo implica che, se i titoli fossero prezzati correttamente, in media le società guadagnerebbero il 42% in più dalla sottoscrizione dei propri titoli da parte degli investitori. Caso recente che ha suscitato particolare interesse è stata l'IPO del social network Twitter, quotato sul New York Stock Exchange. Il titolo di Twitter è stato offerto in sottoscrizione al prezzo di 26 USD (prezzo finale dopo un aumento di 6 USD poco tempo prima dell'IPO) e ha aperto le negoziazioni il 7 novembre 2013 a 45,10 USD, cioè ad un prezzo maggiore rispetto a quello di offerta del 73%. Il titolo ha chiuso le negoziazioni lo stesso giorno al +72,69%.

Il Capitolo 1 di questa tesi si apre con il paragrafo sulla teoria generale dell'IPO, esaminandone le ragioni che stanno alla base della decisione di quotarsi da parte della società emittente e le fasi fondamentali dell'IPO stessa. Nel paragrafo 1.3 si tratterà

---

2 Michelle Lowry, Kevin J. Murphy, "Executive stock options and IPO underpricing", *Journal of Financial Economics*, 85 (2007) 39-65

dell'underpricing, fornendone una definizione generale. Successivamente, per cercare di stabilire quali siano le cause dell'underpricing si possono esaminare diversi modelli offerti dalla letteratura scientifica, più o meno recente. Alcuni dei modelli che saranno esaminati in questa tesi al paragrafo 1.4 del Capitolo 1 si basano sull'asimmetria informativa esistente tra i diversi soggetti coinvolti nel processo dell'IPO. Questi modelli si basano sull'assunto che alcuni soggetti abbiano la capacità di riuscire ad imporre i propri interessi su quelli di altri soggetti, sfruttando una posizione di vantaggio che gli deriva dal possesso di informazioni privilegiate.

Altre teorie e modelli, di cui si tratterà nel Capitolo 2, riconducono l'underpricing a particolari caratteristiche della struttura proprietaria (nel paragrafo 2.2) e di governance (nel paragrafo 2.3) della società, in particolare a obiettivi che la proprietà o il management si prefiggono di perseguire e che vedono l'underpricing come lo strumento più comodo per raggiungerli. Ad esempio, le teorie più affermate nella teoria scientifica, vedono il consolidamento di una posizione di controllo come il motivo che maggiormente può giustificare un underpricing particolarmente accentuato in alcuni casi in cui la proprietà o il management della società emittente sia strutturata in un certo modo.

Nell'ultimo capitolo vengono esposti i principali conflitti di interessi che riguardano l'IPO e che, in alcuni casi particolari, possono determinare un certo grado di underpricing. Gli interessi in conflitto risultano di particolare interesse per comprendere le dinamiche intercorrenti fra i vari soggetti che partecipano al processo di un'IPO e di come questi interessi possano discostarsi in

misura sostanziale tra loro fino, per l'appunto, a confliggere. Anche in questo caso le analisi più accreditate in ambito scientifico riconducono questi conflitti all'asimmetria informativa e a come il fatto di possedere una maggiore quantità o, alternativamente, una migliore qualità di informazioni possa essere un potente strumento tramite il quale una categoria di soggetti riesce ad imporsi su un'altra. In particolare, nel paragrafo 3.2 si analizzerà il conflitto di interessi tra l'intermediario sottoscrittore e gli investitori, nel paragrafo 3.3 del conflitto tra l'intermediario e la società emittente per poi concludere il capitolo con il paragrafo 3.4 che analizzerà il conflitto di interessi in cui possono trovarsi gli analisti dell'intermediario sottoscrittore a causa della struttura dei loro compensi.

## **CAPITOLO 1: Caratteristiche generali delle IPO, modelli di analisi dell'underpricing.**

### **1.1 Introduzione.**

Nel capitolo seguente verranno esposti gli elementi principali riguardanti la teoria delle Initial Public Offerings e del fenomeno dell'underpricing come elemento centrale nella trattazione scientifica sulle IPO.

Tali argomenti risultano particolarmente rilevanti nell'ambito della finanza per il bisogno primario cui rispondono. Infatti, la scelta di quotarsi su un mercato regolamentato rappresenta, in alcune fasi del ciclo di vita di un'impresa, una scelta strategica determinante per quanto riguarda il finanziamento. L'underpricing, d'altro canto, risulta essere la variabile principale da tenere in considerazione in sede di offerta pubblica di sottoscrizione (o di vendita, nel caso di titoli di società già quotate).

In particolare, nel primo paragrafo viene definita il meccanismo di Offerta Pubblica di Sottoscrizione e le ragioni di raccolta del capitale presso il pubblico che spingono una società a quotarsi sul mercato una volta raggiunta una determinata fase del proprio ciclo di vita. Di seguito verranno brevemente esposte teorie riguardo quanto appena detto e analizzati i costi che subentrano relativamente all'azione di going public di una società. Successivamente, una breve introduzione dell'underpricing come fenomeno finanziario facilmente riscontrabile nella quasi totalità

delle IPO e un esame dei modelli più frequentemente utilizzati per esaminare le ragioni che influenzano una società nella scelta di quotarsi per la prima volta sul mercato. Seguono gli elementi procedurali che caratterizzano l'ordinamento italiano riguardo le OPS e un accenno al grado di underpricing tipico delle IPO italiane. Chiude il paragrafo una descrizione del procedimento di valutazione dei titoli di nuova emissione.

Il secondo paragrafo tratterà dell'underpricing definito in maniera accurata ed esposto in formula.

Nel terzo capitolo si procede all'esposizione dei più importanti modelli riscontrabili nella letteratura scientifica che verranno esposti con le relative tesi e antitesi per spiegare quali possano essere le cause di una perdita di benessere così estesa e frequente nella prassi.

## **1.2 La teoria generale sulle IPO.**

IPO, acronimo di *Initial Public Offering*, è il tradotto inglese, e comunemente usato nel gergo finanziario dell'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (d'ora in avanti OPS). L'OPS è "l'azione con cui una società invita una o più categorie di investitori a sottoscrivere azioni di nuova emissione" ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)). Il mercato interessato è il mercato primario e tali operazioni sono volte, in genere, alla creazione del flottante necessario alla prima quotazione della società sul mercato.

Nel processo di sviluppo di una società in alcuni casi si arriva ad un

punto nel quale, per finanziare la crescita delle attività societarie, diventa una priorità riuscire a raccogliere capitale (si intenda capitale di rischio e non di debito) presso il pubblico e, quindi, bisogna procedere alla quotazione del titolo in un mercato regolamentato. Tale soluzione risulta particolarmente vantaggiosa per due differenti ragioni: in primo luogo per la maggiore facilità con cui si può procedere alla raccolta del capitale di rischio e in secondo luogo per il costo inferiore della stessa raccolta effettuata presso il pubblico. Entrambe le appena citate ragioni si spiegano tramite il fatto che la quotazione del titolo permette di attribuire allo stesso una maggiore liquidità rispetto a titoli equivalenti (per tipo, settore di riferimento e valore) ma non quotati. Il che, da un lato, permette una più rapida raccolta di capitale grazie ai meccanismi stessi di negoziazione del mercato (come per esempio il fatto che i titoli siano dematerializzati, non richiedendo quindi il trasferimento fisico dell'azione) e, dall'altro, permette di diminuire i costi della stessa considerando che per i titoli quotati non è necessario compensare l'investitore per i rischi relativi alla mancanza di liquidità del titolo. Una società quotata si trova, però, a dovere sostenere dei costi che una società non quotata (si intenda una società comunque comparabile per dimensioni, settore, ecc...) non si trova a dovere sostenere. Ad esempio, il legislatore italiano (e comunitario) impone alle società quotate di ottemperare agli obblighi di *disclosure* che, per una società, rappresentano un costo nella quasi totalità dei casi elevato. Rendere pubblica una vasta mole di informazioni, prima private, su basi periodiche e con un elevato grado di dettaglio, rappresenta uno dei costi "collaterali" che una società quotata deve sostenere per il fatto stesso di essere



quotata. Oltre ai costi relativi alla condizione stessa di una società di essere quotata su un mercato regolamentato, sono anche presenti costi imputabili all'azione di *going public*, cioè all'IPO stessa. Questi costi possono essere classificati come diretti e indiretti (Ritter 1998). I primi sono relativi alle spese legali (da sostenere, ad esempio, per le eventuali modifiche statutarie da apportare alla società), di natura amministrativa, di consulenza e, inoltre, alle commissioni che vengono pagate agli intermediari finanziari che si incaricano di gestire l'operazione. I secondi sono i costi relativi al fenomeno del cosiddetto *underpricing*. L'*underpricing* è il fenomeno per il quale il prezzo di offerta del nuovo titolo della società alla prima quotazione sul mercato risulta essere al di sotto del prezzo al quale lo stesso titolo viene scambiato nel periodo immediatamente successivo all'IPO. Per misurare il "grado" (inteso come entità) di *underpricing*, una misura comune risulta essere il c.d. *first-day returns*, cioè la variazione percentuale che il prezzo di offerta (prezzo cui il titolo viene offerto per la sottoscrizione) risulta avere alla fine del primo giorno di negoziazioni sul mercato. Risulta chiaro che ad un elevato livello di *underpricing* corrisponda un'elevata perdita da parte della società. Infatti, se correttamente prezzato, il titolo sarebbe potuto essere sottoscritto ad un prezzo (in genere) maggiore. La percentuale rappresentata dai *first-day returns* indica quindi una perdita di capitale per la società che viene definita, secondo l'opinione di chi scrive in maniera molto calzante, "*money left on the table*". Un dato utile per percepire la dimensione di questo fenomeno viene dagli Stati Uniti d'America dove, nelle più di duemila IPO che hanno avuto luogo tra il 1996 e il 2000, si è riscontrato in media un *underpricing* del 42% (Lowry e Murphy,

2007). Ulteriore lavoro sul grado di underpricing in 51 paesi è svolto da Loughran, Ritter e Rydqvist (2014) i quali hanno evidenziato che in tutti i paesi considerati le IPO offrono un first-day return positivo.<sup>3</sup>

I. Welch e J. Ritter (2002) hanno sottoposto a verifica due teorie riguardanti la decisione da parte di una società di quotarsi sul mercato: teorie relative al ciclo di vita (“*Life Cycle Theories*”) e le teorie del tempismo per il mercato (“*Market-Timing Theories*”). Nelle teorie riguardanti il ciclo di vita di una società vengono esposte come ragioni per la quotazione quelle riguardanti il riacquisto del controllo di una società che era precedentemente partecipata da *venture capitalists* (Black and Gilson, 1998) e quelle riguardanti la possibilità di originare un elevato livello di dispersione dell'azionariato tramite la quotazione (Chemmanur e Fulghieri, 1999). Questa ultima teoria, in particolare, afferma che gli investitori pre-IPO sono di solito *venture capitalists* che posseggono dei portafogli pochissimo diversificati e che quindi non sono disposti a pagare un prezzo simile a quello che sono disposti a pagare gli investitori che, al contrario, preferiscono portafogli maggiormente diversificati. Inoltre, le informazioni private della società non possono essere rivelate senza che ve ne consegua un ritorno economico. Ciò implica che la proprietà di una società non sia in mano al mercato nelle prime fasi del suo sviluppo, ma, ad una crescita in dimensioni, possa seguire la decisione di un’offerta al pubblico delle proprie azioni. Le teorie relative al *Market-Timing*

---

3

Loughran, Ritter e Rydqvist (2014), *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 2, pp. 165-199. Nello studio si evince come l’underpricing medio per i 51 paesi risulti essere sempre superiore (in media) del 4% con un minimo del 4,2% in Russia e un massimo del 264% in Arabia Saudita.

affermano che le decisioni riguardo la quotazione sul mercato da parte di una società siano, di fatto, influenzate da fattori quali la mancanza di altre società di alto livello che si quotino nello stesso periodo (Chloe, Masulis, Nanda, 1993) o dal fatto che in un determinato momento le valutazioni del mercato sulla società siano, o no, positive (Lucas e McDonald, 1990).

Il meccanismo procedimentale relativo ad un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione viene dettagliatamente regolamentato dal legislatore italiano. Il più importante obbligo, per le sue implicazioni in campo finanziario, previsto per le società di capitali in tema di offerta al pubblico è sancito dall'articolo 2441 c.c. che prevede il "diritto di opzione", cioè l'obbligo della società di offrire le azioni di nuova emissione in opzione ai soci in proporzione al numero di azioni possedute. In Italia, come nella totalità dei paesi con un mercato finanziario sviluppato, è prevista una lunga procedura volta ad assicurare ai nuovi investitori la maggiore trasparenza possibile e, quindi, a ridurre l'inevitabile asimmetria informativa esistente tra questi ultimi e i soggetti interessati a far loro sottoscrivere le azioni di nuova emissione. Per evitare quindi un fenomeno di selezione avversa, è innanzitutto necessario darne comunicazione alla CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), quale organo preposto alla vigilanza, fornendo le informazioni richieste dalla legge. Contestualmente è necessario che la società fornisca informazioni su sé stessa tramite la redazione, il deposito (presso la Consob) e la pubblicazione di un prospetto informativo. Lo scopo è fare in modo che gli investitori possano "pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti

finanziari e sui relativi diritti” (art. 94, comma 2° TUF). In uno studio condotto da Arosio, Giudici e Paleari (2000) che considera 237 società quotate sulla borsa di Milano tra il 1985 e il 1999, vengono esaminati gli aspetti dell’underpricing per quanto riguarda le IPO sul mercato italiano. Il primo fattore di rilievo dello studio risulta essere l’individuazione di alcuni mesi in cui si concentrano le IPO delle società italiane. Infatti, richiamando le teorie del *market-timing*, si può notare come questa si possa applicare anche al mercato italiano, nel senso che anche in Italia gli emittenti nuovi titoli compiono delle valutazioni sull’opportunità dell’emissione in base alle condizioni del mercato nel periodo considerato. Il valore medio dell’underpricing per le società italiane, secondo lo studio, risulta essere del 22,6% (aggiustato per gli indici di mercato).

Aspetto fondamentale nel processo di *going public* è sicuramente la scelta dell’intermediario finanziario, o degli intermediari finanziari, che sono preposti all’organizzazione e alla esecuzione concreta dell’OPS. Come sarà esposto a breve, la reputazione dell’intermediario (*underwriter*) gioca un ruolo determinante nel grado di underpricing che si riscontrerà nell’IPO. In particolare, un’importante teoria a riguardo afferma che per la minimizzazione delle perdite di benessere totali (“*total wealth losses*”), composte dalle perdite di benessere relative all’underpricing, i costi diretti sostenuti per l’IPO e le spese sostenute per la riduzione dell’underpricing, influiscono due variabili: la reputazione dell’intermediario e le spese sostenute per ridurre l’underpricing (Ljungqvist, 1999). Altro aspetto importante che lega le offerte pubbliche di sottoscrizione e gli intermediari finanziari sono le modalità in cui l’offerta è condotta dall’intermediario. Si

distinguono, infatti, due modalità attraverso le quali i titoli oggetto dell'offerta possono essere collocati dall'intermediario. Nel caso di contratto di *firm commitment* l'intermediario garantisce all'emittente la sottoscrizione integrale dei titoli, a costo, in alcuni casi, di sottoscriverli personalmente. Nel caso di un contratto di *best effort*, l'intermediario garantisce solo il massimo impegno nel collocamento di titoli, lasciando, però all'emittente il rischio che parte dei titoli rimanga non sottoscritta.

Per concludere il ruolo svolto dall'intermediario nel collocamento bisogna introdurre la clausola di over-allotment. Definita da Borsa Italiana<sup>4</sup> come la “facoltà del global coordinator di assegnare un quantitativo di azioni superiore a quello oggetto di offerta”, è una clausola che, in altre parole, consente all'intermediario di allocare una percentuale di titoli (in genere il 15%) in più rispetto a quanto previsto inizialmente.

Parte fondamentale del processo di un'IPO è la valutazione che deve essere fatta delle nuove azioni. Questo processo serve per arrivare ad una determinazione del prezzo di offerta che, come detto in precedenza, risulta essere anche la determinante fondamentale del futuro grado di underpricing dell'IPO. Le tecniche utilizzate per la valutazione di azioni di nuova emissione non differiscono necessariamente dalle tecniche utilizzate per la valutazione di altri titoli.

### **1.3 Definizione generale di underpricing.**

---

4 [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

L'underpricing è la perdita di capitale associata alla fissazione di un prezzo di offerta che risulta essere inferiore al prezzo al quale viene poi di fatto negoziato il titolo di nuova emissione nel periodo immediatamente successivo all'IPO.

Il grado di underpricing ( $\mu$ ), esso può essere definito dal rapporto tra il prezzo del titolo  $j$  alla fine del primo giorno di negoziazione e il prezzo di offerta.

$$(1.0)\mu = P_{1j} / P_{io}$$

Per calcolare la media del grado di underpricing di  $n$  IPO si ricorre alla formula:

$$(1.1)\bar{\mu} = 1/n \sum P_{1j} / P_{io}$$

Inoltre, per trovare la media dell'underpricing in  $n$  IPO, aggiustata in conseguenza dell'andamento generale del mercato può usarsi la formula:

$$(1.2)MA\bar{\mu} = 1/n \sum M\bar{\mu}$$

dove:

$$(1.3)M\bar{\mu} = (P_{1j} / P_{io} - P_{1m} / P_{0m})$$

Nella formula precedente gli ultimi due fattori rappresentano rispettivamente il prezzo di chiusura dell'indice di mercato nel primo giorno di negoziazione delle nuove azioni e il secondo rappresenta il prezzo di apertura nello stesso indice lo stesso giorno.<sup>5</sup>

Bisogna a questo punto individuare quali siano i soggetti che in maggiore parte subiscono una perdita di benessere a causa

---

5 Formule presentate da M.K. Mok e Y.V. Hui, "Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China", Pacific-Basin Financial Journal 6 (1998) 453-474.

dell'underpricing. Essi sono, secondo l'opinione concorde della maggior parte della letteratura, gli azionisti della società prima dell'IPO che, a causa del fenomeno della *stock dilution*, vedono il valore delle proprie azioni diminuire, quando nuove azioni vengono messe sul mercato. Questo fenomeno viene esaminato nel dettaglio nel lavoro di Lowry e Murphy (2007), che effettuano un confronto tra i guadagni e le perdite derivanti da un'IPO per gli shareholders preesistenti all'IPO stessa.

Questo può essere spiegato, sicuramente in parte e non nella totalità del fenomeno, dalla incertezza presente nel periodo precedente all'IPO (Benveniste e Spindt 1989). Inoltre, una perdita di benessere potrebbe verificarsi a causa della presenza di asimmetrie informative. Da un lato, la società emittente il titolo ha interesse a fare emergere una qualità dello stesso superiore a quella effettiva, tenendo per se stessa informazioni che potrebbero negativamente influenzare il giudizio degli investitori. Dall'altro, gli investitori possono essere a conoscenza di informazioni riguardanti fattori esterni all'azienda e decidere, o no, di divulgarli a causa del loro interesse all'ottenimento di un prezzo di offerta che risulti inferiore al valore delle azioni percepito dal mercato, in modo tale da potere ottenere, nel periodo immediatamente successivo all'IPO, un first-day return positivo ed elevato. Una volta che le informazioni siano state divulgate, infatti, gli investitori possono trarre beneficio dal rivendere il titolo al prezzo di mercato, che sarà in genere superiore a quello di offerta, proprio grazie all'influenza esercitata dalle informazioni da loro detenute. “Né l'emittente né l'intermediario possono sapere precisamente quale sarà la valutazione del titolo da parte del mercato” (Benveniste e Spindt, 1989). Bisogna perciò

considerare che, nella fissazione del prezzo di offerta da parte dell'intermediario, viene sempre prestata una certa cautela che è di fatto causata dal timore di stabilire un prezzo che possa risultare troppo elevato rispetto alla disponibilità a pagare degli investitori. Alcune teorie ricollegano l'esistenza del fenomeno dell'underpricing alla struttura delle compensazioni dei top managers delle società. In particolare, alla presenza di *stock options* come parte della compensazione, viene fatto risalire un più elevato livello di underpricing. Nel contesto delle IPO, vengono in alcuni casi offerte ai top managers delle stock options che presentano la caratteristica peculiare di avere un prezzo di esercizio uguale al prezzo di offerta del nuovo titolo. Ciò implica che, nel momento in cui l'IPO risultasse avere un alto grado di underpricing, il guadagno derivante dall'esercizio di queste opzioni risulterebbe molto consistente<sup>6</sup> (si tenga inoltre presente il dato sopra riportato del livello medio di underpricing nelle IPO americane dal 1996 al 2000). In uno studio recente, viene affermato come l'underpricing sia positivamente correlato al numero di opzioni offerte ai dipendenti della società e loro familiari sulle azioni di nuova emissione (Ljungqvist and Wilhelm, 2003). Questa teoria viene però smentita in uno studio condotto da Lowry e Murphy (2007), nel quale viene illustrato che l'ipotesi di un'influenza manageriale sul prezzo di offerta risulta in questo caso debole alla luce di due fatti: primo, nello studio condotto da Ljungqvist and Wilhelm gli impiegati cui le azioni venivano date in opzione non avrebbero avuto possibilità di influenzarne il prezzo a causa del loro scarso

---

<sup>6</sup> Nello studio di Lowry e Murphy (2007), risulta in particolare che per un livello di underpricing del 25%, il guadagno medio dei top manager che ricevono le c.d. IPO options risulta essere di \$1,059,097



potere all'interno della società e, secondo, anche considerando il caso in cui le opzioni vengano offerte ai CEOs (Chief Executive Officers), non si trova una correlazione positiva tra il grado di underpricing e le opzioni offerte ai top managers della società.

#### **1.4 Modelli di analisi dell'underpricing.**

I modelli e teorie, maggiormente accreditati dalla letteratura scientifica, che si propongono di spiegare il fenomeno dell'underpricing.

Nel lavoro di I. Welch e J. Ritter (2002), vengono esaminate 6,249 IPO fra il 1980 e il 2001, con il riscontro di un underpricing medio del 18,8%<sup>7</sup>. Nello stesso studio vengono messi in luce alcuni aspetti che risultano utili per fornire una spiegazione dell'underpricing. Welch e Ritter affermano che *“[...] Un semplice fondamentale errore di valutazione (del titolo) o dei premi per il rischio di asset-pricing difficilmente sono adatti a spiegare un first-day return medio del 18,8%”*. Questa affermazione nasce dal presupposto che, se l'underpricing fosse una compensazione per l'investitore che affronta il rischio e l'incertezza di un titolo nel primo giorno di negoziazione, detti problemi sono affrontati nella medesima misura da un investitore che compri il titolo nel giorno seguente che, contrariamente a quanto accade, dovrebbe essere compensato allo stesso modo dei rischi assunti.

---

<sup>7</sup> Nello stesso studio viene esposto come il 70% delle IPO in esame abbiano un first-day return maggiore di zero, mentre il 16% abbiano un first-day return esattamente pari a zero.

Il primo modello che merita di essere esaminato in quanto largamente trattato nella letteratura scientifica è quello basato sulle asimmetrie informative. A seconda che la parte più informata sia quella della società (d'ora in avanti "emittente") o degli investitori si creano situazioni che influenzano il prezzo del titolo in misura e in direzione differente. Se la prima delle due parti è quella che risulta in posizione di vantaggio informativo, allora gli investitori si trovano di fronte ad un problema simile a quello descritto da Akerlof con il cosiddetto "market of lemons". Infatti, gli emittenti con titoli qualitativamente al di sotto della media avranno un incentivo ad offrire i propri titoli sul mercato sfruttando la propria posizione di vantaggio informativo rispetto agli investitori (che, per i mezzi limitati a loro disposizione, non sono in grado di accertarsi della qualità dei titoli offerti). D'altro canto, gli investitori incentiveranno l'incremento di titoli di qualità inferiore, poiché, proprio per il loro inferiore livello informativo, saranno disposti pagare un prezzo che risulti essere quello che loro reputano attribuibile ad un titolo di qualità media. Gli emittenti di titoli superiori al livello medio, sotto un profilo qualitativo, adottano, per scoraggiare il meccanismo sopra menzionato, la strategia di diminuire i loro prezzi per segnalare la loro qualità, in quanto gli emittenti titoli di basso livello qualitativo saranno scoraggiati ad imitarli. In questo modo, con il tempo gli emittenti titoli qualitativamente migliori recupereranno il loro investimento tramite successive manovre di mercato come, ad esempio, future emissioni di titoli. Quindi, il "lasciare denaro sul tavolo" da parte degli emittenti risulta un modo di segnalare la loro qualità agli investitori (*signalling model*). Oltre al fattore segnaletico un'altra

possibile ragione, compatibile con i livelli di underpricing sopra esposti, è la volontà degli emittenti di “*lasciare un buon sapore nelle bocche degli investitori*”. Il secondo caso contemplato nel contesto delle asimmetrie informative è quello nel quale sono gli investitori ad essere più informati degli emittenti. Questo è il caso in cui gli investitori, per esempio, avendo conoscenza di informazioni, positive o negative, relative al contesto esterno alla società emittente (per esempio riguardo il contesto istituzionale o concorrenziale in cui si trova la società), non le rendono pubbliche, o viceversa, per trarne beneficio sotto forma di un prezzo di offerta del titolo inferiore (che non incorpora quindi le informazioni possedute dagli investitori). Un altro caso che può spiegare il fenomeno è, quando l'emittente non conosce la disponibilità a pagare degli investitori e, di conseguenza, fissa un prezzo di offerta più basso rispetto al valore del titolo per evitare perdite di benessere derivanti dalla mancata sottoscrizione di una parte dei titoli. Questo può accadere anche a causa della considerazione che gli investitori si influenzano a vicenda nelle scelte da compiere. Prezzare un titolo anche di poco superiore alla generale disponibilità a pagare può causare, infatti, una cosiddetta “cascata informativa” (Welch, 1992). Una tecnica utilizzata dagli emittenti per evitare un'esternalità negativa di questo genere, consiste nel cosiddetto *bookbuilding*, nella quale viene fissato un range di prezzo per la sottoscrizione del titolo e, successivamente, vengono raccolte informazioni riguardo le possibilità di collocamento del titolo a seconda dei possibili prezzi di offerta all'interno di quel range. In questo modo è possibile sondare il gradimento degli investitori e ottenere delle informazioni che tendono a ridurre

l'asimmetria informativa esistente. Per rivelare le loro preferenze, però, gli investitori chiedono di essere compensati. Di conseguenza, deve essere fissata la combinazione di prezzo di offerta/underpricing tale da indurre gli investitori a rivelare le loro effettive disponibilità a pagare. Corollario di questa teoria è che il compenso ceduto agli investitori per indurli a rivelare informazioni positive deve essere superiore rispetto a quello ceduto per rivelare informazioni negative. Ciò implica che quando il prezzo di offerta viene aumentato in seguito alla tecnica del bookbuilding, l'informazione che se ne deriva è che l'underpricing risulta essere maggiore di quando il prezzo viene diminuito. Questo effetto viene esposto nella ipotesi del *market feedback* (Ritter, 1998), una cui interessante implicazione risulta essere la presenza di curve di domanda inclinate positivamente. Quando, infatti, il prezzo di offerta viene aggiustato in aumento a seguito di nuove informazioni, gli investitori percepiranno che il grado di underpricing dell'IPO sarà aumentato e, di conseguenza, saranno spinti ad incrementare la loro domanda di titoli. In ogni caso, in contesti di asimmetria informativa è possibile notare una correlazione positiva tra il grado di asimmetria e l'entità dell'underpricing.

Un'altra teoria (Rock, 1986) che si propone di spiegare l'underpricing nelle IPO è quella della c.d. “maledizione del vincitore” (*winner's curse*). La maledizione del vincitore esiste quando un eccesso di domanda comporta un'allocazione sfavorevole delle azioni di IPO che costituiscono un buon affare per gli investitori meno informati, ai quali non verranno assegnate tutte le azioni desiderate. In base alla suddetta teoria gli investitori

possono essere divisi in due gruppi in base al livello di informazione posseduto. La prima categoria di investitori meno informati non sarà in grado di distinguere fra le IPO in cui l'underpricing comporta la possibilità di un guadagno e quelle in cui questa possibilità non sussiste e quindi i componenti tale categoria domanderanno un certo numero di titoli per ogni emissione senza essere a conoscenza delle reali opportunità di guadagno di ciascuna emissione. Per altro verso, gli investitori meglio informati domanderanno e otterranno azioni quando sono a conoscenza dell'underpricing in un'IPO, e l'eccesso di domanda (che causerà per gli investitori meno informati un accesso a un numero inferiore di azioni), sarà maggiore quanto più elevato sarà il grado di underpricing. Gli investitori meno informati saranno vittime di selezione avversa, poiché in grado di acquistare tutte le azioni che desiderano in un'IPO solo quando i titoli di questa saranno prezzati in modo a loro sfavorevole e, di conseguenza, a questi investitori verranno allocate solo poche azioni delle emissioni che costituiscono un buon affare. In sintesi, se questi investitori riescono a ottenere le azioni domandate è perché gli investitori che beneficiano di una posizione di vantaggio informativo non le hanno repute un affare meritevole di attenzione. In conclusione, gli investitori svantaggiati acquisteranno azioni di nuova emissione solo quando l'IPO presenti un grado di underpricing tale da compensarli per questa "distorsione" del sistema.

Una tesi molto comune per la spiegazione dell'underpricing risulta quella che lo spiega tramite la volontà di evitare cause giudiziarie (*lawsuits avoidance hypothesis*). Considerando che una causa può

comportare potenzialmente un costo notevole per una società e che un'IPO può comportare dei rischi in campo legale, l'underpricing viene a volte visto come un modo per, quanto meno, diminuirne l'entità. Questa teoria viene però applicata con particolare riferimento al mercato degli Stati Uniti d'America, per le sue particolari norme a riguardo. Se, però, estesa in paesi in cui le stesse norme non esistono, si nota come la correlazione tra il grado di underpricing e il rischio di affrontare cause giudiziarie siano, di fatto, poco (o per nulla) correlati (Ritter, 1998).

Un'ipotesi che merita considerazione particolare per l'applicazione cui si presta è quella della *ownership dispersion*, cioè della frammentazione della proprietà. Questa ipotesi utilizza la presenza dell'underpricing come strumento volto alla creazione intenzionale di eccesso di domanda. L'eccesso di domanda porta, infatti, alla possibilità, da parte degli emittenti e dell'intermediario finanziario di decidere a chi allocare le azioni. Se l'obiettivo della società emittente, e in particolare del management della stessa, fosse la polverizzazione dell'azionariato, l'underpricing risulta quindi essere uno strumento utile per il perseguimento di tale obiettivo. Questa tesi risulta essere valida nel momento in cui il management di una società voglia rafforzare la propria posizione, evitando il prospettarsi di nuove influenze esterne che potrebbero risultare pericolose alla loro posizione, nel momento in cui un unico soggetto, o pochi, riuscissero a venire in possesso tramite l'IPO di una quota di controllo della società.

Loughran e Ritter (2002) esaminano l'underpricing come forma di compensazione indiretta degli intermediari sottoscrittori. Considerando che, in genere, le commissioni pagate sul prezzo di

collocamento non cambiano a seconda del prezzo, stabilire un prezzo di offerta più elevato risulterebbe in commissione più elevate. In ogni caso, per gli intermediari incaricati della sottoscrizione, fissare un prezzo di offerta più basso comporta dei vantaggi che vanno oltre le commissioni che potrebbero ricavare direttamente da un aumento dello stesso. Il motivo principale per cui ciò accade è che, in genere, la fissazione di un prezzo di offerta inferiore riduce ulteriori costi in misura maggiore di quanto si sarebbe guadagnato con la fissazione di un prezzo maggiore. In altre parole, dal punto di vista degli intermediari sottoscrittori il beneficio marginale ottenuto da un dollaro di underpricing supera il beneficio che si otterrebbe dalle commissioni dirette derivanti dall'aumento di un dollaro del prezzo di offerta (considerando anche che al dollaro di aumento sul prezzo vanno sottratte le commissioni che vengono destinate all'intermediario).

#### **1.4 Conclusioni.**

Il capitolo ha esaminato le caratteristiche fondamentali delle *Initial Public Offerings*, mettendo in luce, innanzitutto, quali sono le necessità prime che inducono una società a quotarsi in borsa. Si è visto come, per esempio a seconda della fase del ciclo di vita tipico delle società in cui ci si trovi, i bisogni di raccolta del risparmio verso il pubblico producano la necessità per alcune società di quotarsi.

Successivamente si sono messi in luce i costi per una società che

vuole intraprendere la strada del *going public*. I costi si dividono in diretti ed indiretti a seconda che siano direttamente o indirettamente riferibili all'IPO. In particolare, il costo indiretto più importante è risultato essere l'underpricing, definito come differenza (quasi sempre positiva) tra il prezzo del titolo alla fine del primo giorno di negoziazione successivo all'IPO e il prezzo di offerta, cioè il prezzo al quale è stato possibile, per gli investitori, sottoscrivere le azioni di nuova emissione.

Per spiegare la decisione derivante dal processo di quotazione in borsa, sono stati messi in luce due filoni teorici (che comunque considerano come data la necessità di fondo di finanziarsi presso il pubblico): le “*life cycle theories*” e le “*market timing theories*”.

Fondamentale è come sia condotto il processo valutativo del nuovo titolo in emissione. Le tecniche usate a questo proposito risultano essere le stesse utilizzate per la valutazione di qualsiasi altro titolo (ad esempio, non differiscono dalle valutazioni periodiche condotte su titoli già quotati).

Nel secondo paragrafo si è visto come il grado di underpricing che si riscontra in media nelle IPO non permetta di ricondurlo ad un semplice errore nella valutazione del titolo e nella stima della domanda del mercato e di come ci sia bisogno di condurre un'analisi più approfondita sulle variabili che possono influire nel processo. Vengono quindi esaminati i modelli relativi a contesti di asimmetria informativa e le diverse teorie che emergono secondo chi detenga il vantaggio informativo. La prima teoria che riceve particolare credito in campo scientifico risulta essere quella derivante dall'analisi del modello di Akerlof e del suo modello del *market of lemons*. Viene, infatti, esposto come la scelta di un



prezzo di offerta più basso per il titolo possa avere funzione di segnalazione della qualità dello stesso in un contesto in cui il vantaggio informativo sia nelle mani degli emittenti, sia che la loro qualità sia elevata o scarsa. Nel caso, opposto, in cui il contesto sia caratterizzato da un vantaggio informativo degli investitori vengono espone le teorie relative, per esempio, alla pratica del bookbuilding e di come l'underpricing, in tale contesto, sia il compenso spettante agli investitori per indurli a rivelare le informazioni di cui sono in possesso (*market feedback hypothesis*). In contesti di asimmetria informativa tra categorie di investitori viene messo in luce come gli investitori meno informati debbano essere compensati per la “maledizione del vincitore” da cui sono colpiti.

## **CAPITOLO 2: Relazioni fra grado di underpricing, struttura della proprietà e di governance dell'azienda.**

### **2.1: Introduzione.**

In questo capitolo il fenomeno dell'underpricing verrà esaminato sotto due prospettive diverse. La prima prospettiva offerta è quella della proprietà della società (soci di controllo e di minoranza) e di come la struttura proprietaria possa influire sul livello di underpricing dell'emissione. Verrà esposto come, secondo gli obiettivi che la proprietà si prefigge con l'IPO, si abbia un livello di underpricing più o meno consistente. La seconda prospettiva è quella della governance della società. Particolare enfasi viene posta sul sistema di retribuzione dei manager, specialmente dei c.d. “*top executives*” e dei CEO della società, e su come diversi sistemi di governance e di retribuzione possano alterare il livello ottimo di underpricing.

Nel paragrafo uno presenta il modello di Barry (1989) riguardo la perdita di benessere per la proprietà derivante dall'underpricing. Viene inoltre esposta la formula per il calcolo della “diluizione”, intesa come perdita di valore delle azioni detenute nel periodo precedente all'IPO dagli shareholders della società. In seguito si analizza il modello di Booth e Chua (1996), nel quale viene evidenziato come, se la priorità dell'emittente sia di creare una dispersione dell'azionariato tale da creare un mercato secondario liquido per il titolo emesso a un elevato grado di underpricing. Viene fornita evidenza di come per perseguire questo scopo sia, infatti, necessario creare eccesso di domanda per titolo e il modo più efficace per farlo risulta essere quello di stabilire un prezzo di

offerta che lasci un ritorno positivo agli investitori. Ulteriore modello che spiega come gli obiettivi dell'emittente influiscano sul livello di underpricing dell'IPO è quello di Brennan e Franks (1997), effettuato su un campione di 69 IPO nel Regno Unito. Questo modello si focalizza sulla creazione, o sul rafforzamento, di una posizione di controllo che l'emittente persegue tramite l'IPO. Anche in questo caso, l'obiettivo è creare un eccesso di domanda tale che si evitino ulteriori posizioni di controllo in contrasto con quella esistente o che se ne possa prospettare la minaccia.

Nel secondo paragrafo del capitolo viene introdotto il modello di Yermack riguardante l'assegnazione di stock option ai CEO delle società e di come questo tipo di compenso venga loro offerto in anticipo rispetto alla pubblicazione di notizie che influiscano favorevolmente sul prezzo delle azioni della società. Questo modello di ricollega al modello sviluppato da Lowry e Murphy sulle c.d. “*IPO options*” offerte ai top manager delle società prima di un'IPO. Questi due modelli illustrano come, nel caso in cui i manager abbiano il potere di influire sul loro sistema di incentivi, lo sfrutteranno facilmente a proprio vantaggio, a causa delle informazioni di cui sono in possesso. Il secondo paragrafo si chiude con l'analisi dello studio di Taranto (2003) che mostra come l'underpricing sia un utile strumento per i CEO per elaborare un sistema di retribuzioni efficiente dal punto di vista fiscale. Inoltre vengono esposti nell'analisi dello studio ulteriori motivi, come quelli strategici, che possono indurre i CEO ad utilizzare la propria influenza per raggiungere un livello di underpricing più elevato.

## **2.2: Struttura della proprietà pre-IPO, obiettivi dell'emittente e**

## **underpricing.**

Barry (1989), analizza il fenomeno della perdita di benessere dovuta all'underpricing dal punto di vista dell'emittente e, quindi, della struttura proprietaria della società nel periodo precedente all'IPO. Dal suo studio emerge innanzitutto che l'underpricing è una misura accurata della perdita di benessere solo in particolari circostanze, in quanto, nella maggioranza dei casi, bisogna cominciare, per pervenire ad un risultato preciso di quanto i “vecchi” shareholders abbiano perso in termini di valore, considerando quante azioni preesistenti, il cui valore viene espresso in termini di quota del capitale sociale, della società siano offerte nell'IPO e quante siano quelle di nuova emissione. Barry sviluppa un modello matematico per calcolare la perdita di benessere collegata all'IPO dal punto di vista dell'emittente, che viene espressa relativamente alle azioni preesistenti in termini di “diluizione” del valore delle stesse, basandosi su un precedente studio di Dawson (1986).

Si definisce intanto come il valore (prezzo) di mercato delle azioni “pre-IPO”, che ha la caratteristica di non essere osservabile, come  $P_{unr}$ .  $P_m$  è il prezzo di mercato delle azioni post-IPO e  $P_o$  il prezzo di offerta.  $S_o$  il numero di azioni preesistenti all'IPO che partecipano all'offerta e  $S_n$  il numero di nuove azioni offerte. Partendo da  $P_m$  si può definire  $P_{unr}$  come:

$$[ 2.1 ] P^{unr} = \frac{(S_o + S_n) \times P_m - S_n \times P_o}{S_o}$$

E da qui la diluizione si trova come:

$$[2.2] P^{unr} = P_m + \frac{S_n}{S_o} \times (P_m - P_o)$$

La formula sopra mette in evidenza come, se il prezzo di mercato post-IPO e quello di offerta fossero uguali, il valore delle azioni inosservabile sarebbe uguale al Prezzo di mercato post-IPO, con diluizione delle azioni pari a zero e, quindi, nessuna perdita di valore per l'emittente. Questa conclusione risulta di particolare rilevanza, in quanto evidenzia come l'emittente, oltre alla perdita che subisce sulle azioni di nuova emissione a causa dell'underpricing, subisce un'ulteriore riduzione del valore delle azioni che già teneva in portafoglio per la “diluizione”.

Argomento centrale di questo paragrafo, e di grande rilevanza nello studio dell'underpricing, è l'esame dell'influenza che l'emittente può esercitare sul livello di underpricing e su come questo possa essere più, o meno, consistente a seconda degli obiettivi che l'emittente si prefigge di perseguire con l'azione di going public. Bisogna, infatti, tenere presente che in, alcuni casi, la minimizzazione dei costi derivanti dall'underpricing non risulta essere tra le priorità dei soci di controllo di una società, potendo essi aspirare, tramite l'IPO, a rafforzare una posizione di controllo o, alternativamente o congiuntamente, rendere il proprio titolo più appetibile sul mercato dei capitali creando un mercato secondario liquido e, quindi, rendendo meno rischioso l'investimento nella società, a causa della maggiore facilità di smobilizzo dello stesso, con conseguente diminuzione dei costi di finanziamento.

Un primo studio sull'argomento condotto da Booth e Chua (1996), presenta un modello teorico, supportato da dati empirici, che collega la volontà dell'emittente di ottenere, successivamente

all'IPO, un azionariato largamente diffuso con un maggiore grado di underpricing. L'obiettivo perseguito in questo caso dall'emittente è quello di creare, tramite la polverizzazione dell'azionariato, un mercato secondario liquido per il titolo che la società si appresta a quotare, obiettivo facilmente raggiungibile attraverso un'offerta al pubblica di sottoscrizione. Dati a supporto di questa tesi sono forniti, per l'appunto, nello studio sopra citato. Innanzitutto, viene presupposto un mercato in cui l'emittente ha come obiettivo la massimizzazione dei profitti a seconda della struttura proprietaria che si è posto come *target* (Levis, 1990). Risulta chiaro il *trade off* che da qui può scaturire nel caso in cui, ad esempio, si voglia raggiungere una posizione di controllo tramite il frazionamento, o, in alcuni casi, la polverizzazione, dell'azionariato. Un aumento del grado di underpricing comporta, infatti, un aumento della domanda dei titoli (a causa del maggiore guadagno che viene permesso di conseguire all'investitore vendendo successivamente il titolo sul mercato) e quindi la possibilità di raggiungere il grado di dispersione dell'azionariato desiderato, ma, al contempo, comporta un costo maggiore che l'emittente dovrà sopportare, in termini, come si è visto, di "diluizione" delle azioni preesistenti e mancata massimizzazione dei ricavi di vendita delle nuove azioni emesse. Nel contesto dello studio si postula quindi che il livello di underpricing prescelto è il risultato della combinazione di due variabili fra loro correlate: il livello di dispersione dell'azionariato e il conseguente livello di liquidità che si vuole ottenere per il titolo sul mercato secondario. Entrambe tali variabili sono a loro volta influenzate dal livello di underpricing. Il meccanismo con il quale l'emittente si assicura il livello di dispersione dell'azionariato e di

liquidità prescelto è semplice, consistendo nella scelta, da parte dell'intermediario finanziario incaricato della sottoscrizione, di un prezzo di offerta tale da compensare gli investitori per i costi di informazione sostenuti per partecipare all'IPO (comprendendo in tali costi anche quelli derivanti dalla pratica del “book building”) e per creare l'eccesso di domanda tale che permetta all'emittente di realizzare il suo obiettivo. Questo eccesso di domanda è ottimale quando i vantaggi derivanti dall'incremento del livello di liquidità che ne deriva, e che viene incorporata come criterio di valutazione del titolo da parte degli investitori, risultano uguali all'incremento del costo di informazione degli investitori, cui l'emittente deve fare fronte tramite l'underpricing.<sup>8</sup>

Il modello sviluppato da Booth e Chua (1996) parte dalla struttura delle informazioni, intesa come struttura dei costi che devono essere sostenuti dall'emittente per fornire adeguata “disclosure” e dagli investitori per appropriarsene, nelle IPO per poi dimostrare come il livello di equilibrio di underpricing sia funzione della dispersione dell'azionariato desiderata dall'emittente e dal conseguente livello di liquidità.<sup>9</sup> Il modello illustra quindi come un livello ottimale di underpricing si raggiunga quando l'emittente massimizza i propri ricavi. Questa conclusione viene fuori dall'assunto che il prezzo finale dell'offerta sarà uguale alla stima del valore della società da parte dell'intermediario sottoscrittore

---

8

In base a quanto è stato esposto nel capitolo precedente, per portare gli investitori a rivelare le proprie preferenze l'emittente è costretto a compensarli. Il compenso che viene offerto agli investitori risulta essere un maggiore guadagno sul titolo, realizzato tramite la concessione di un più accentuato livello di underpricing.

9 Il modello di basa sull'assunto che il sistema scelto per l'IPO sia “firm commitment” e che serva a finanziare un'occasione di crescita della società.

meno i costi di informazione sostenuti dalla totalità degli investitori potenziali dell'IPO (entrambe le variabili sono considerate per il livello ottimale di eccesso di domanda), poiché gli investitori dovranno essere compensati dei costi informativi sostenuti per partecipare all'IPO<sup>10</sup>. Al livello di eccesso di domanda (misurato dal numero di investitori potenziali) ottimale, la distanza tra le due funzioni è massima, cioè quando le derivate prime delle funzioni sono uguali, e i profitti saranno massimizzati. La distanza tra le due curve darà i ricavi totali al netto dei costi di informazione e l'underpricing iniziale totale sarà dato dalla distanza fra la curva dei costi di informazione e l'asse orizzontale (proprio perché l'underpricing compensa gli investitori per i costi di informazione sostenuti<sup>11</sup>).

Un'importante implicazione del modello è che l'underpricing sarà negativamente correlato alla possibilità per gli investitori di vedersi aggiudicata un'azione. Questo poiché una probabilità alta di vedersi aggiudicata un'azione implica, ad esempio, che pochi investitori abbiano sostenuto i costi e, dato che la funzione di costo cresce ad un tasso crescente, ciò implica a sua volta che abbiano incorso il costo di informazione solo gli investitori con il costo di accesso all'informazione più basso. Dall'altro lato significa che, quando si vuole creare un eccesso di domanda per disperdere l'azionariato, bisognerà sollecitare a sostenere i costi di

---

10 Entrambe le funzioni (della stima del valore della società e dei costi di informazione degli investitori potenziali) sono crescenti. La prima però risulta crescente ad un tasso decrescente e la seconda risulta crescente ad un tasso crescente.

11 Non tutti gli investitori potenziali si aggiudicheranno le azioni. L'underpricing sarà quindi il ritorno positivo offerto agli investitori che si aggiudicheranno le azioni, ma sarà formato dall'insieme di tutti i costi d'informazione sostenuti da tutti gli investitori, anche solo potenziali.



informazione anche gli investitori con i costi più alti e, quindi, offrire un livello di underpricing elevato. Nel momento in cui l'obiettivo dell'emittente non sia la massimizzazione dei ricavi derivanti dall'IPO ma sia il rafforzamento di una posizione di controllo, l'emittente tenderà ad allontanarsi dal punto in cui il livello di eccesso di domanda è ottimale, spostandosi da quel punto ( $S^*$ ) verso destra, dove la distanza fra la curva del valore della società e quella dei costi di informazione si riduce a causa, per l'appunto, dell'aumento del livello di underpricing.

Per quanto riguarda l'obiettivo del rafforzamento di una posizione di controllo tramite la creazione di eccesso di domanda in un'offerta al pubblico con alto livello di underpricing, di rilievo risulta essere lo studio di Brennan e Franks (1997), i quali trovano riscontri, nel loro campione di 69 IPO nel Regno Unito, di come nelle società si usi questo strumento per consolidare una posizione di controllo sia da parte dei proprietari che degli amministratori. L'ipotesi di fondo dello studio è lo sforzo, da parte dei manager della società o dei soci di controllo, volto al mantenimento o rafforzamento della propria posizione di controllo tramite la creazione di eccesso di domanda, al fine di evitare delle scalate che potrebbero prendere luogo durante un'IPO in cui la domanda per il titolo dovesse risultare non sufficientemente elevata. Un risultato importante che viene messo in evidenza da Brennan e Franks è che il più elevato livello di underpricing, che chi cerca di rafforzare la propria posizione utilizza come leva per creare eccesso di domanda, non viene poi, di fatto, neanche sopportato (almeno per la maggior parte) da questi soggetti. Infatti, viene messo in luce come il costo dell'underpricing sia sopportato in misura maggiore dagli

shareholder pre-IPO che vendono le loro azioni durante l'offerta, piuttosto che da chi non partecipa direttamente con i propri titoli alla stessa, come, ad esempio, i soci di controllo. Si potrebbe a questo punto osservare come, per chi volesse intraprendere una scalata societaria, sarebbe di fatto facile procedere a comprare sul mercato secondario una molteplicità di piccoli pacchetti azionari in modo tale da riuscire infine a detenere una quota di controllo nella società target. In realtà, viene messo in luce da Schleifer and Vishny (1986) come [nel caso in cui] “la struttura proprietaria sia molto frazionata e i titoli siano negoziati pubblicamente, non è profittevole mettere insieme un grande blocco di azioni”. L'ipotesi è quindi che i manager pre-IPO si trovino davanti ad un trade-off tra i costi che essi sopportano a causa dell'underpricing (e che dipendono dalla quota azionaria che essi detengono e che possono, quindi, essere anche molto limitati, se non, in casi estremi, nulli) e i benefici che un azionariato disperso comporta in termini di diminuzione dei controlli esercitati sui manager.

Un discorso di particolare rilievo per quanto concerne la struttura proprietaria precedente all'IPO e il livello di underpricing della stessa viene esplicitato dallo studio di Ljungqvist (1999) per quanto riguarda le IPO di società nelle cui compagini sociali sono presenti “*venture capitalists*”. Da numerosi studi, infatti, emerge come le IPO di società possedute in parte da *venture capitalists* soffrano, in genere, di un livello di underpricing inferiore<sup>12</sup>. Ciò è possibile a causa della reputazione di cui i *venture capitalists* godono sia presso gli investitori che presso la generalità degli intermediari sottoscrittori. Nel primo caso gli investitori associano la presenza di

---

<sup>12</sup> Megginson e Weiss, “Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, Volume XLVI, N°3, Luglio 1991

venture capitalists con una maggiore precisione nella valutazione della società “going public”. Infatti, i “venture capitalists portano società sul mercato ripetutamente e possono pertanto crearsi una reputazione per la loro obiettività nel prezzarle” (Ljungqvist, 1999). Inoltre, la presenza di venture capitalists nella compagine sociale di una società può essere determinante, durante il processo dell’IPO, per la scelta di un intermediario sottoscrittore che goda di un alta reputazione, nel caso in cui la società, per le proprie caratteristiche, non avrebbe potuto altrimenti accedervi. I due risultati più importanti di Ljungqvist (1999) al fine di questa analisi sono che, in primo luogo, gli emittenti risultano più preoccupati per la perdita di benessere che gli deriva dall'IPO rispetto al livello di underpricing dell'IPO stessa, e questa preoccupazione diminuisce all'aumentare delle dimensioni dell'IPO stessa. Il discorso riguarda i benefici marginali di ridurre l'underpricing rispetto ai costi che vanno sostenuti per realizzare questo obiettivo. Infatti, se le dimensioni dell'IPO risultano molto ridotte, il beneficio marginale di prezzare correttamente il titolo risulta minimo rispetto ai costi (in genere in misura fissa, almeno rispetto alla concorrenza di un certo ammontare) che devono sostenersi per fare ciò. Il secondo risultato rilevante dell'analisi di Ljungqvist riguarda il ruolo preciso che i venture capitalists ricoprono in un'IPO. Infatti, viene precisato come alla presenza di venture capitalists non sia di fatto associato un costo inferiore dell'emissione ma solo un livello inferiore di underpricing, dovuto per l'appunto alla capacità di prezzare in maniera più precisa e oggettiva i titoli. Questo non implica che non esistano vantaggi nella presenza dei venture capitalists al momento di una prima quotazione del titolo di una società, ma che essi

risultano essere differenti, per quanto economicamente e strategicamente importanti, da una mera diminuzione del costo della stessa quotazione.

Quello che emerge dall'analisi fin qui svolta è come, indipendentemente dalla struttura proprietaria, l'underpricing risulta essere per diverse ragioni una preoccupazione marginale dei shareholders (almeno coloro che detengono partecipazioni di controllo) pre-IPO. Tra le diverse ragioni espone merita particolare approfondimento quella riguardante la c.d. ipotesi di riduzione dei controlli (Brennan e Franks, 1997, "*reduced monitoring hypothesis*"). Infatti, va sottolineato come gli amministratori delle società abbiano la possibilità di esercitare una notevole influenza sul grado di underpricing del titolo che l'offerta concerne, con la conseguente possibilità di influenzare la domanda e rafforzare il proprio potere, senza subire al contempo dei costi che vadano a compensare questi vantaggi, in quanto il costo dell'underpricing sarà sopportato in maggioranza dagli shareholders che procederanno alla vendita dei propri titoli durante l'offerta.

### **2.3: Struttura di governance, incentivi ai CEO e grado di underpricing dell'IPO.**

Il paragrafo 2.2 si è chiuso con le considerazioni sulla struttura proprietaria e introducendo la possibilità per gli amministratori di società, che si apprestano alla prima quotazione sul mercato, di rafforzare la propria posizione tramite la loro influenza sull'underpricing e, di conseguenza, sulla domanda e sulla possibilità di disperdere l'azionariato. Inoltre si è esposto come a

questa possibilità non segua per costoro alcun tipo di costo rilevante o che, comunque, possa essere la giusta e piena contropartita dei vantaggi ottenuti dal rafforzamento del proprio potere all'interno della società. Questo poiché, anche qualora i manager sopportassero parte del costo relativo all'underpricing, vi sono comunque degli strumenti che consentono loro di diminuirne l'entità.

È ben noto come, ormai, parte fondamentale del compenso dei manager delle società siano gli incentivi legati alla performance della società. Il più comune di questi incentivi è la “stock option”, cioè un'opzione legata al prezzo del titolo della società. Nella maggioranza dei casi questo legame è dato dal fatto che il prezzo di esercizio delle stock option risulta essere il prezzo delle azioni al momento dell'assegnazione delle stock option, con la conseguenza che, ad un incremento dello stesso, l'opzione risulta essere “in the money”, cioè offre un rendimento positivo. Ne deriva che, nel caso in cui i manager abbiano il potere di influenzare il loro sistema di incentivi, potranno agevolmente sfruttare questo potere e le informazioni in loro possesso a loro favore. Yermack (1997) esamina come, per l'appunto, i CEO ricevano, nella maggioranza dei casi, stock option immediatamente prima di un annuncio societario che influisca favorevolmente sul prezzo delle azioni. Il dato di Yermack risulta significativo in quanto, nel campione da lui esaminato, nel caso in cui i CEO ricevano stock option, il prezzo delle azioni, aggiustato in base all'andamento del mercato, aumenta in media del 2% nei 50 giorni di negoziazione (10 settimane) successivi all'offerta delle stock option stesse.

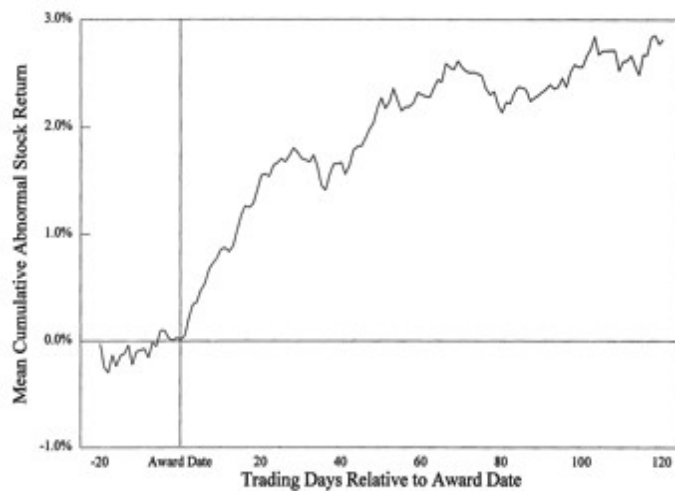


Tabella 2.1: Ritorni anormali sulle azioni conseguenti all'attribuzione di stock options ai CEO. David Yermack, *The Journal of Finance*, Volume 52, Issue 2 (Giugno 1997), 449-476.

Nella tabella sono mostrati i cambiamenti di valore delle azioni a seguito dell'attribuzione di stock option ai CEO di società facenti parte della Fortune 500. Il campione comprende 620 casi di attribuzione di stock options tra il 1992 e il 1994.

In questo modo, delle stock options formalmente emesse “at the money” (cioè con un rendimento pari a zero), con i relativi vantaggi sul piano contabile e quindi fiscale, sono di fatto emesse “in the money”. La conclusioni dello studio di Yermack possono essere applicate anche al caso delle cosiddette “IPO options”, cioè delle stock options offerte in precedenza di un'IPO con un prezzo di esercizio pari al prezzo di offerta. Data la considerazione che, spesso, i manager hanno degli incentivi ad influenzare al ribasso il prezzo di offerta, dando luogo pertanto ad un livello di underpricing positivo, tali opzioni risultano per tanto essere garantite “in the money” sin dalla loro emissione. L'incentivo per i manager, che a questo punto dovrebbe essere evidente, risulta essere di amplificare il grado di underpricing nel momento in cui

queste opzioni venissero loro offerte. Basandosi sempre sull'assunto che i manager hanno potere di influire sul sistema di incentivi “performance-based” loro offerto, ciò che dovrebbe risultare è quindi un livello più elevato di underpricing nei settori in cui queste opzioni sono offerte in maggiori quantità e con maggiore frequenza. Inoltre dovrebbe risultare, per lo stesso ragionamento, che un più alto livello di underpricing e un più elevato numero di IPO options siano offerte nel caso in cui i top managers non detengano una parte rilevante delle azioni della società prima dell'IPO. Questo in quanto, se così non fosse, un più elevato livello di underpricing andrebbe a garantire un ritorno positivo per quanto riguarda le opzioni, ma uno negativo, spesso di entità più rilevante, per quanto riguarda le azioni detenute a causa della diluizione del loro valore. Basandosi sui risultati di uno studio di Lowry e Murphy (2007), questa relazione di fatto non sussiste. Dal loro studio non risulta alcuna prova che il grado di underpricing sia in alcun modo influenzato dal sistema di incentivi offerto ai top manager delle società “going public”, per quanto bisogna tenere presente che, pur non trovandosi evidenza di correlazione, il pericolo che questo accada rimane comunque presente. Il primo risultato che emerge dallo studio sopra citato è che le IPO option non risultano positivamente correlate con il grado di underpricing, ma, al contrario, risultano con esso negativamente correlate. Infatti, dal loro studio emerge, per il campione da loro esaminato, che l'underpricing risulta maggiore in termini percentuali ed assoluti per le IPO nelle quali non vengono offerte IPO option. Per quanto nel loro studio Lowry e Murphy non trovino prove a supporto dell'ipotesi che l'underpricing venga influenzato dai manager a loro

vantaggio, anche nel loro studio si trova una relazione positiva tra le IPO option offerte ai CEO e il grado di underpricing nell'IPO, per il periodo 1996-1998.

Taranto (2003) offre l'evidenza empirica di come nelle IPO un certo livello di underpricing risulti vantaggioso, e che tale vantaggio si concretizzi, al fine del miglioramento del benessere dei CEO quando essi non sono fondatori della società. Infatti, i vantaggi in termini fiscali risultanti da un livello di underpricing consistente sono spesso maggiori della perdita che l'underpricing stesso comporta. In particolare, garantire un ritorno positivo sulle azioni emesse rappresenta un'azione profittevole nel momento in cui vengono utilizzate le stock option come parte del piano di retribuzione dei manager della società. Quindi, anche nel caso in cui i CEO di fatto subiscano delle perdite in conto capitale a causa del livello di underpricing dell'offerta, allo stesso tempo può risultare conveniente per loro secondo il piano di retribuzione che venga scelto. Così come può essere conveniente sopportare una perdita in conto capitale nel caso in cui la società posseda un piano di offerta per "amici e familiari" (*"friends and family"*). Consistendo questo tipo di piano in un'offerta parallela a quella pubblica, nella quale però le azioni sono offerte con un certo grado di discrezionalità a determinati soggetti, i CEO potrebbero utilizzare l'underpricing per garantire dei vantaggi economici a clienti o partner strategici in sede di IPO. Ciò che emerge dallo studio di Taranto (2003) è, inoltre, come, in genere, i CEO che non siano fondatori della società, nella maggior parte dei casi (approssimativamente i due terzi del campione esaminato) incrementino il proprio benessere a seguito dell'IPO, mentre i CEO



che siano anche fondatori nella maggioranza dei casi (nell'82% circa dei casi esaminati) vedano il proprio benessere ridotto. Questo si spiega con il diverso ammontare di stock options che essi detengono. Infatti, nel primo caso, cioè quando i CEO non siano fondatori della società, la perdita di benessere dovuta all'underpricing, e in particolare alla diluizione del valore delle azioni detenute prima dell'IPO (che nello studio di Taranto risulta essere in media il 5,1%), viene più che compensata dalle stock option detenute ed esercitabili ad uno strike price pari al prezzo di offerta. Nel secondo caso, il numero di stock option non garantisce ai CEO, nella maggioranza dei casi presi in esame, la possibilità di vedere incrementato il proprio benessere e, anzi, a causa dell'elevato numero di azioni detenute nel periodo precedente all'IPO, comporta una perdita. In ogni caso, nel campione preso in esame da Taranto, meno della metà (46% circa) dei CEO delle società going public hanno subito delle perdite a causa dell'underpricing e, inoltre, fermi i vantaggi in termini fiscali e strategici sopra citati.

#### **2.4: Conclusioni.**

Nel capitolo sono state esposti i principali modelli e studi che esaminano l'underpricing dai punti di vista dell'emittente e della struttura di governance della società.

Per quanto riguarda il punto di vista della struttura proprietaria si è visto come, secondo gli obiettivi perseguiti dall'emittente, il grado di underpricing sia più o meno accentuato. Nel caso in cui, come analizzato nel modello di Booth e Chua (1996), si cerchi di creare

un mercato secondario liquido per il titolo che la società si appresta ad emettere, il livello di underpricing ottimale si determina in conseguenza del livello di eccesso di domanda che fa sì che la curva dei costi e quella del valore della società abbiano la stessa inclinazione. In altro modello, Brennan e Franks (1997), viene evidenziato come sia l'emittente che i manager possano avere interesse verso un più elevato grado di underpricing per creare o rafforzare una posizione di controllo. Per quanto riguarda la struttura di governance, è stato esposto come possano esserci diversi tipi di interesse che spingano i manager ad utilizzare la loro influenza per ridurre il prezzo di offerta del titolo. Particolare rilevanza ha il modello di Lowry e Murphy (2007) che espone come, al contrario di quanto si potrebbe pensare, nelle IPO in cui vengono offerte le c.d. IPO options ai CEO il livello di underpricing risulta essere minore che nelle società in cui tali forme di incentivo non vengono implementate. A risultati divergenti perviene Taranto (2003) il quale trova una correlazione positiva tra il livello di underpricing e l'uso di stock options nella società in periodi antecedenti e contemporanei all'IPO.

Risulta quindi sensato, in sede di analisi del livello di underpricing, tenere in considerazione tutti gli interessi divergenti e, talvolta, in conflitto fra loro che possono emergere sia sul fronte proprietario che su quello dell'amministrazione.

## **Capitolo 3: Principali conflitti di interesse tra i soggetti coinvolti nel processo di IPO.**

### **3.1: Introduzione.**

In questo capitolo verranno analizzati i principali conflitti di interessi che potenzialmente possono instaurarsi tra i soggetti che partecipano al processo di un'IPO. Le categorie di soggetti che verranno prese in considerazione in questo capitolo saranno quelle di cui si è discusso nei capitoli precedenti e, in particolare:

1. Gli shareholders della società emittente, distinguendo tra gli shareholders che partecipano all'offerta vendendo i propri titoli e quelli che, invece, mantengono in portafoglio i propri titoli o la maggioranza degli stessi;
2. L'intermediario sottoscrittore. Viene posta particolare attenzione al caso in cui l'intermediario sottoscrittore sia una delle banche che finanziano la società. Vengono inoltre ricompresi in questa categoria gli analisti dell'intermediario finanziario sottoscrittore;
3. Gli investitori;
4. I venture capitalists nel caso in cui nella compagine sociale siano presenti dei capitalisti che fanno parte di un fondo e, quindi, ne difendono gli interessi.

Nel paragrafo 3.2 si analizza il conflitto di interessi che sussiste, a causa di asimmetria informativa, tra l'intermediario sottoscrittore e gli investitori. L'asimmetria sussiste specialmente nella misura in cui l'intermediario sia anche uno dei finanziatori della società e che, quindi, sia uno di quei soggetti ai quali è garantito l'accesso ad informazioni sulla società che le garantiscono una posizione di vantaggio rispetto agli investitori. Questo concetto viene chiarito tramite lo studio di Klein e Zoeller sulle *universal banks*. I vantaggi dell'universal banking sono esposti e, di seguito, ne vengono spiegati i conseguenti conflitti di interesse che vengono a instaurarsi. Di seguito è esposto il modello di Benzoni e Schenone (2007) e le teorie, opposte nelle ipotesi, della *certification* e del "conflitto di interessi". Verrà poi esaminato il modello di Ber, Yafeh e Yosha e i dati empirici da loro riscontrati nell'esame di IPO sul Tel Aviv Stock Exchange a supporto della teoria del conflitto di interessi e di come gli *underwriters* di fatto traggano vantaggio dalla posizione di vantaggio che occupano. Inoltre viene esposto come, nello studio appena citato, venga anche ad essere importante, nella fase di sottoscrizione dell'IPO, la relazione che l'intermediario sottoscrittore ha con i fondi di investimento. Alla fine del paragrafo vengono esposti il modello e le soluzioni di Klein e Zoeller riguardo al conflitto di interesse tra l'intermediario e gli investitori. Nel secondo paragrafo viene esaminato il conflitto di interessi dell'intermediario con la società emittente. In particolare vengono esposti i costi e i benefici dell'underpricing sia per l'intermediario sottoscrittore sia per gli shareholders della società emittente. Il modello utilizzato in questa parte descrittiva è quello di Loughran e Ritter (2002). In seguito viene anche esposto il modello, degli stessi

autori, della *Prospect Theory* e le sue implicazioni principali riguardo il conflitto di interesse oggetto del paragrafo. In chiusura del paragrafo 3.3 viene analizzato il punto di vista dello studio di Arthurs, Hoskisson, Busenitz e Johnson (2008) che riconduce il conflitto di interessi in diversità fra gli orizzonti temporali dei soggetti *insiders* e *outsiders* alla società nel processo dell'IPO.

L'ultimo paragrafo tratta del conflitto di interessi esistente tra gli analisti degli intermediari sottoscrittori e gli investitori. Il conflitto sussiste poiché gli investitori devono necessariamente basarsi, quando altre non sono disponibili, sulle raccomandazioni e sui commenti forniti dai suddetti analisti. Nel lavoro di Michealy e Wolmack emerge come le raccomandazioni buy fornite dagli analisti dell'intermediario sottoscrittore non siano affidabili quanto le stesse raccomandazioni fornite da intermediari che non siano affiliati e a supporto di questa tesi vengono forniti dati empirici sull'orizzonte temporale di un anno e su quello di due anni. Questo, viene spiegato in dettaglio nel paragrafo 3.4, accade a causa della struttura delle compensazioni degli analisti stessi le quali, essendo legate al volume di negoziazione dei titoli oggetto degli studi dell'analista o ai contratti conclusi dall'analista stesso, risultano di fatto influenzata da quello che l'analista decide di scrivere su di un determinato titolo e di come, quindi, egli influenzi il mercato riguardo una determinata società (od un determinato settore).

### **3.2: Il conflitto di interessi tra l'intermediario sottoscrittore e gli investitori.**

Klein e Zoeller (2001) investigano in un loro studio il concetto di

“*universal banking*” e come esso si rapporti alle situazioni in cui gli interessi degli intermediari sottoscrittori si trovino in conflitto con quelli degli investitori. Il concetto di *universal banking* si riferisce a tutte quelle istituzioni finanziarie che hanno stretto collegamento con i business delle società a cui prestano i propri servizi e che prestano i servizi tipici sia delle banche commerciali sia delle banche di investimento. L'*universal banking* trae i suoi vantaggi nelle economie di scopo e di scala tra i diversi servizi finanziari che vengono forniti ma causa anche problemi legati a conflitto di interessi e al fatto che gli intermediari finanziari siano troppo suscettibili rispetto alle variazioni nell'andamento dei business delle società a cui prestano servizi a causa del loro stretto legame con i business in questione. Francke e Hudson (1984) evidenziano come spesso tali istituzioni prestino denaro ai loro clienti in prossimità dei periodi in cui i loro clienti decidano di quotarsi sul mercato, in modo tale che questi ultimi possano ripagare i finanziamenti tramite i proventi dell'IPO.

Benzoni e Schenone (2007), esaminano nel particolare il conflitto di interessi che sussiste quando una delle banche finanziatrici della società nel periodo precedente all'IPO, risulta anche ricoprire il ruolo di intermediario sottoscrittore dell'offerta al pubblico. Il loro studio si basa sull'assunto che, nel momento in cui una banca sia finanziatrice di una società, ha accesso ad informazioni sulla stessa che le consentono di usufruire di una posizione di vantaggio informativo rispetto ad altri soggetti esterni alla società. Da qui risulta chiaro il conflitto di interessi che emerge tra la banca o l'intermediario in questione e gli investitori. Essendo in posizione di vantaggio rispetto a questi ultimi, le banche finanziatrici possono

avvantaggiarsi di un'IPO che abbia un grado maggiore di underpricing o, viceversa, promuovere un'IPO che sia prezzata eccessivamente rispetto al valore della società e che, quindi, sia destinata ad una performance inferiore (rispetto al prezzo pagato dagli investitori e alle relative prospettive future) nel lungo periodo. Il punto di partenza dell'analisi risulta essere il risultato di uno studio di Puri (1999), la quale, analizzando le banche nel ruolo di sottoscrittori di IPO, fornisce la prova di come le banche riescano ad ottenere dei prezzi di offerta a loro più favorevoli, in particolare quando i costi di informazione sono elevati. Questo risulta essere diretta conseguenza di quanto sopra affermato, cioè di come il possesso di informazioni derivanti dalla qualità di finanziatore, comporti un vantaggio che esplica i suoi benefici economici tramite l'ottenimento di un prezzo migliore di quello che chi sia sprovvisto dello stesso tipo di informazioni possa ottenere.

Esistono due teorie relative al conflitto di interessi riguardante le banche (commerciali e di investimento) nel ruolo di intermediari sottoscrittori, nel caso in cui esse siano anche finanziatrici della società emittente. Queste due teorie rispecchiano due punti di vista alternativi su come l'intermediario possa fare uso delle informazioni di cui entra in possesso dal ruolo di finanziatore della società. La prima teoria (c.d. teoria della "*certification*"), ha per ipotesi il fatto che, nel ruolo di intermediario sottoscrittore di un'IPO, una banca che finanzia anche la società, prezza in maniera più accurata i titoli dell'offerta, tutelando in questo modo gli investitori, da un lato, e l'emittente, dall'altro. Per lo stesso principio nel momento in cui una società risultasse avere un prezzo basso a causa di un alto livello di rischio, la banca, in qualità di

sottoscrittore, tenderà a sottolineare questa componente di rischio e a non promuovere l'offerta, per evitare una possibile situazione di conflitto di interessi. In questo caso, quindi, la banca utilizza le informazioni di cui è in possesso grazie alla propria posizione di finanziatore della società a favore dei potenziali investitori e del mercato. Al contrario, “la teoria del conflitto di interessi afferma che le relationship banks (cioè le banche che risultano essere finanziatori della società e, allo stesso tempo, sottoscrittori dell'offerta) che amministrano le IPO dei loro clienti, useranno le informazioni specifiche della società in loro possesso per trarre in inganno il pubblico e fargli acquistare dei titoli overpriced (cioè il cui prezzo è maggiore del valore che essi rappresentano)”<sup>13</sup>. Questa teoria contrasta con quella sopra citata della “certification”, in quanto, secondo la prima, i sottoscrittori dovrebbero evitare le offerte di società di basso valore, mentre, in accordo con la seconda, le IPO di società il cui valore è basso vengono sfruttate dagli intermediari sottoscrittori per il collocamento presso il pubblico meno informato. Questo diverso punto di vista scaturisce dall'uso alternativo delle informazioni che la banca può fare. A questo punto, se la teoria della certification risultasse fondata, ciò che si dovrebbe riscontrare è che le IPO di società che scelgono come intermediario sottoscrittore una delle banche da cui ricevono finanziamenti non devono avere una performance peggiore delle IPO che, invece, si quotano con delle banche da cui non ricevono finanziamenti. Questo è esattamente ciò a cui pervengono Benzioni e Schenone (2007). La spiegazione risulta abbastanza intuitiva in

---

13 Benzioni e Schenone “Conflict of Interest and Certification in the U.S. IPO Market”, Luglio 2007.



quanto, sempre che la teoria sia affidabile, le banche che decidono di sottoscrivere titoli di propri clienti lo farebbero con la certezza, derivante dal possesso di informazioni private della società, che i titoli che sottoscrivono diano un giusto rendimento nel lungo periodo.

Ber, Yafeh, Yosha (2001) cercano di trovare evidenza di come, invece, sia la teoria del conflitto di interesse a reggere. Infatti, per quanto da un punto di vista contabile le società che, per la propria IPO, abbiano avuto come intermediario sottoscrittore una delle proprie banche creditrici non performino peggio delle altre nel primo anno dall'IPO, da un punto di vista di valore del titolo il loro rendimento potrebbe essere inferiore, mantenendo un anno dall'IPO come orizzonte temporale. Questo tipo di performance, insieme con un first day return negativo dei titoli delle suddette società, porterebbe alla conclusione che le IPO di tali società siano overpriced e che, quindi, le banche si propongono come intermediari sottoscrittori anche per le IPO di clienti il cui valore societario risulta essere basso (ci si riferisce in particolare al valore aggiustato per il rischio) e, quindi, poco appetibile per gli investitori.

Il conflitto studiato da Ber, Yafeh e Yosha (2001) risulta essere lo stesso preso in considerazione finora ed esteso al management dei fondi di investimento che partecipano come acquirenti nell'IPO. Infatti, nel loro studio emerge come le banche che controllino (anche indirettamente) fondi di investimento si trovano in situazione di conflitto di interessi nel momento in cui possono esercitare un'influenza sul management del fondo per indurlo a partecipare come sottoscrittore nell'IPO di una società di cui la

banca è a conoscenza che la performance sarà inferiore rispetto a benchmark di mercato o a titoli simili e il cui valore risulta inferiore rispetto al prezzo di offerta del titolo emittendo. In questo caso la banca si avvantaggia di una posizione privilegiata, sempre sotto il profilo del livello informativo, e potrà facilmente danneggiare gli investitori del fondo nel momento in cui lo stesso fosse indotto a partecipare all'offerta. Per analizzare questo conflitto di interessi viene preso in esame il campione fornito da 128 IPO di società manifatturiere che sono state quotate sul Tel Aviv Stock Exchange dal 1991 al 1994. Le caratteristiche principali delle società in questione sono:

1. la quasi totalità delle partecipazioni è detenuta in pacchetti di maggioranza prima dell'IPO (circa 96 % delle azioni) e tali pacchetti sono mantenuti successivamente all'IPO (circa 80% delle azioni continua a essere detenuto da pochi shareholders);
2. Leverage (definito come il rapporto tra il totale dei debiti e il totale delle passività) abbastanza basso. Risulta infatti essere 0,61 prima dell'IPO e 0,36 dopo l'IPO.

L'analisi viene effettuata tramite regressione, analizzando la profittabilità delle IPO prese come campione sotto un profilo contabile nell'orizzonte temporale di un anno, prima come andamento nella generalità dei casi considerati, poi a seconda che l'intermediario sottoscrittore faccia parte dei finanziatori della società o meno, e infine analizzando il rapporto dell'intermediario sottoscrittore con i fondi di investimento su cui esercita influenza. Le variabili usate per la regressione sono diverse. Nel primo step le principali risultano essere la concentrazione della proprietà prima e

dopo l'IPO, la concentrazione del debito relativamente al numero di banche che la società ha come finanziatori (l'indice utilizzato per la concentrazione del debito è quello di Herfindahl<sup>14</sup>) e il leverage. Successivamente, in sede di valutazione di come la presenza di una “relationship bank” (per come definita da Benzoni e Schenone) influisca o meno sulla performance delle società, vengono introdotte ulteriori variabili, di cui la più significativa risulta essere la percentuale dei ricavi dell'offerta destinata a ripagare il prestito dell'intermediario sottoscrittore/finanziatore. Bisogna sottolineare uno dei più importanti risultati dell'analisi di Ber, Yafeh e Yosha, cioè come la concentrazione del debito non influisca sulla profittabilità post-IPO di una società. Questo implica che le informazioni che una banca acquisisce su di una società e il ruolo di controllo che essa si pone a carico non vengono intaccati in alcun modo dal fatto che la società possa avere una pluralità di banche finanziatrici. Ciò vuol dire, in altre parole, che se una società si finanzia interamente presso una sola banca per un importo 10 milioni di euro o presso dieci banche per 1 milione di euro ciascuna, nel secondo caso tutte e dieci le banche risulteranno nella stessa situazione di conflitto di interessi in cui si troverebbe l'unica banca finanziatrice nel primo caso<sup>15</sup>.

Quello che emerge, infine, dal modello da loro sviluppato, è come,

14 L'indice di Herfindahl Hirschman è un indicatore della concentrazione che viene utilizzato per misurare il grado di concorrenza in un sistema. La

$$HHI = \sum_{i=0} (q_i \times 100)^2$$

formula dell'indice è la seguente:  
it.wikipedia.org).

(Fonte:

15 Nella loro analisi, Ber, Yafeh e Yosha, parlano di “grandi prestatori” quando si riferiscono alle banche che finanziano la società ed accedono a informazioni privilegiate e alla facoltà di ottenere un certo grado di controllo. Inoltre il termine viene usato in base a quanto dettato dalla Bank of Israel e cioè quando una banca presti una cifra superiore a (circa) 0,5 milioni di dollari.

nel caso sopra esposto in cui una banca assuma il ruolo di finanziatore di una società (e, in particolare, di “grande prestatore”) e, in seguito, di intermediario sottoscrittore dell'IPO della medesima società, la performance della società nell'anno successivo all'IPO non risulta essere inferiore rispetto alle IPO di società nelle quali questa doppia relazione intermediario finanziatore e sottoscrittore non sussiste. Ciò che sembra accadere è che le banche di fatto non traggano vantaggio dalle informazioni privilegiate di cui sono in possesso e, anzi, che le usino per selezionare le società che risultino avere le migliori prospettive di crescita, come affermato nella teoria della certification.

Nell'analisi del potenziale conflitto di interesse relativo ai rapporti con i fondi di investimento, i risultati di Ber, Yafèh e Yosha risultano essere coerenti con quanto trovato finora, e, cioè, che il sottoscrittore/finanziatore non sfrutta la propria situazione di vantaggio e non cade in situazione di conflitto di interessi. Ripetendo però la medesima analisi utilizzando come variabile indipendente il rendimento dei titoli, e non l'andamento contabile della società, si perviene a risultati diversi. Infatti, confrontando il rendimento medio delle azioni offerte in IPO in cui l'intermediario sottoscrittore sia anche uno dei finanziatori della società con i rendimenti delle azioni di società in cui nell'IPO questa relazione non sussisteva si ottengono i seguenti valori:

1. first day return: -3,3% (primo caso, 26 IPO) e 1,5% (secondo caso, 56 IPO);
2. rendimento ad un anno dall'IPO: -18,4% (primo caso) e 1,3% (secondo caso).

Considerando i valori per tutto il campione (82 IPO) il first day

return risulta essere approssimativamente 0% e il rendimento ad un anno pari a circa il 5%.

Nello studio di Klein e Zoeller (2001) sopra citato si esamina il conflitto di interesse esistente per gli intermediari sottoscrittori comparando i first day return (rappresentati dal grado di underpricing) con i ritorni sul mercato secondario. Nello studio viene messo in luce come le universal banks siano interessate a promuovere titoli di bassa qualità per procurare finanziamento ai propri clienti che, in questo modo, risultano in grado di ripagare i finanziamenti che la stessa universal bank concede loro. Qui sta il primo conflitto di interessi, che si verifica tra l'intermediario e gli investitori e che trova il suo fondamento nell'asimmetria informativa esistente tra i due soggetti. Il secondo conflitto di interessi si instaura tra l'intermediario e la società emittente e risiede nell'interesse del primo a stabilire un prezzo di offerta inferiore in modo tale da concedere dei ritorni positivi ai propri clienti per, come si è detto nei capitoli precedenti, “lasciare un buon sapore nella bocca degli investitori” (Welch, 1989). Viene inoltre messo in luce come siano le caratteristiche degli investitori a determinare se vi sia una correlazione tra il prezzo di offerta e la performance di lungo periodo della società. Se, infatti, gli investitori non sono attenti alle caratteristiche dell'intermediario e alle situazioni di potenziale conflitto di interesse in cui l'intermediario può ritrovarsi, non vi sarà correlazione tra il prezzo di offerta (e il grado di underpricing) e la performance di lungo periodo e, inoltre, il prezzo di offerta sarà, in genere, meno conveniente per gli investitori. Nel caso in cui gli investitori, nell'effettuare la loro scelta, valutino anche le possibili situazioni di

conflitto di interesse in cui si potrebbe trovare l'intermediario, allora il prezzo di offerta sarà leggermente più basso (quindi con un maggiore livello di underpricing) e la performance di lungo periodo sarà correlata al prezzo pagato.

Ciò che potrebbe evitare che l'intermediario tragga vantaggio dai conflitti di interesse che potrebbero prospettarsi è il danno reputazionale che ne vedrebbe scaturire. Infatti, in molti casi, si vede come il ritorno economico derivante da un maggiore livello di underpricing o dalla promozione di un'offerta di basso valore viene più che compensato negativamente dalla perdita in termini reputazionali che l'intermediario potrebbe (con una certa probabilità) subire nel momento in cui questo conflitto dovesse emergere.

### **3.3: Il conflitto di interessi con la società emittente.**

Altro tipo di conflitto di interessi è quello che può sussistere tra l'intermediario sottoscrittore e gli shareholders della società nel periodo precedente all'offerta. Questo conflitto può essere esaminato sotto diversi aspetti. In primo luogo bisogna considerare come a sopportare il costo dell'underpricing siano soprattutto, come dimostrato nei capitoli precedenti, gli shareholders della società che decidano di vendere le proprie azioni nell'offerta. Questo poiché il fenomeno della diluizione da cui sono colpiti comporta una perdita che non trova alcun tipo di compensazione in altri guadagni. Infatti, per quanto chi sia shareholders prima dell'offerta subisca una

perdita a causa della diluizione, come viene sottolineato da Loughran e Ritter (2002), chi lo sia ma decida di non vendere vede anche aumentare il valore delle proprie azioni in misura eguale al first day return sul titolo e, cioè, all'underpricing<sup>16</sup>. Per gli intermediari sottoscrittori risulta spesso facile e privo di conseguenze rilevanti scaricare il peso dell'underpricing sugli shareholders della società. Questo in quanto chi decida di vendere non avrà più alcun peso nelle decisioni societarie rispetto, ad esempio, alla conferma o meno dell'intermediario per future emissioni od offerte al pubblico, mentre chi rimane all'interno della compagine sociale sarà comunque, nella maggioranza dei casi, soddisfatto del risultato ottenuto. Si potrebbe, a questo punto, avere ragione nell'obiettare che l'underpricing costituisca una perdita anche per l'intermediario. In effetti, nel caso in cui si considerasse solo la riduzione della commissione dovuta alla riduzione del margine lordo dei ricavi di vendita delle azioni sul quale la percentuale che genera la commissione viene calcolata, l'intermediario subisce una perdita. In realtà bisogna tenere in conto ulteriori costi che, grazie ad un aumento nel livello di underpricing, l'intermediario non deve sopportare. Innanzitutto i costi di marketing dell'offerta sono ridotti (Baron, 1982) poiché, grazie ad una diminuzione del prezzo si ottiene un aumento della domanda. All'intermediario converrà, in sintesi, diminuire il prezzo di offerta finché la perdita associata alla riduzione della commissione non sia uguale al beneficio ottenuto dalla riduzione dei costi di marketing

---

16 Bisogna sottolineare come, nello studio di Loughran e Ritter (2002), si metta in luce come, nella maggioranza dei casi per chi decida di non vendere, l'aumento del valore in conto capitale dei titoli supera di gran lunga la perdita dovuta alla diluizione (vedasi il caso di James Clark e dell'IPO di Netscape).

dell'offerta<sup>17</sup>. Altro beneficio che si prospetta all'intermediario dalla diminuzione del prezzo di offerta è legato ai vantaggi presso gli investitori istituzionali, clienti dell'intermediario stesso, i quali, se soddisfatti dai ritorni positivi che l'offerta ha loro reso grazie all'underpricing, saranno maggiormente predisposti a rivolgersi all'intermediario per altri servizi o in caso di offerte successive. Inoltre, allo stesso tempo, l'intermediario può, per aumentare, anche se in misura limitata, il margine lordo, usufruire dell'opzione di overallotment (collocando, come spiegato nei capitoli precedenti, una percentuale di titoli superiore a quella prevista inizialmente per l'offerta). Opzione il cui esercizio è favorito, per l'appunto, dall'eccesso di domanda creato dall'underpricing stesso. Comunque, come spiegato da Loughran e Ritter (2002), la diminuzione di costi legati al marketing dell'offerta o l'aumento dei ricavi dovuto alla vendita di servizi accessori non può spiegare la decisione, che occorre nella quasi totalità dei casi, dell'intermediario di lasciare un ritorno positivo agli investitori tramite l'underpricing. Cioè gli intermediari beneficiano di più da un aumento di 1 dollaro nelle commissioni dirette che non dalla diminuzione di 1 dollaro del prezzo di offerta, pertanto deve esserci un altro tipo di guadagno che si prospetta loro nel momento in cui la decisione di “lasciare 1 dollaro in più sul tavolo” viene presa. Loughran e Ritter spiegano questo fenomeno affermando che gli intermediari sono in grado di realizzare ricavi maggiori se questi provengono da fonti meno trasparenti, quindi non dal margine lordo.

---

17 Bisogna però tenere presente che il beneficio in termine di riduzione dei costi di marketing cresce ad un ritmo decrescente fino quasi ad annullarsi ad un certo livello di eccesso di domanda.



Si ha a questo punto chiaro come sussista un conflitto tra gli interessi degli intermediari, che desiderano un prezzo di offerta più basso, e gli shareholders della società emittente, che vogliono evitare perdite relative alla diluizione e quindi un prezzo di offerta più elevato.

Dal punto di vista dell'intermediario sottoscrittore, l'underpricing è un modo conveniente ed efficiente di fare in modo che l'emittente paghi un costo maggiore per l'offerta. Bisogna infatti considerare che per l'assegnazione dei titoli l'intermediario potrebbe infatti essere oggetto di comportamenti dei potenziali investitori che potrebbero decidere di usufruire di servizi offerti dall'intermediario solo per potere aumentare le proprie possibilità di ricevere i titoli. Questo meccanismo di scambio permette quindi all'intermediario di appropriarsi di una parte dell'underpricing che egli stesso decide, tramite la fissazione del prezzo di offerta, per i titoli. Anche se questa parte risultasse molto piccola rispetto al totale del denaro lasciato sul tavolo, l'intermediario riesce comunque ad avere un guadagno molto maggiore di quanto non sarebbe stato quello derivante dalle commissioni sul margine dei ricavi della sottoscrizione dei titoli. Bisogna inoltre considerare che per l'emittente il costo opportunità dell'underpricing viene visto come un costo di “categoria inferiore” (Loughran e Ritter, 2002) rispetto alle commissioni che vengono pagate sul margine lordo, per quanto, comunque, è giusto sottolineare che l'interesse dell'emittente rimanga comunque un prezzo di offerta più alto possibile, mentre, per le ragioni appena esposte, l'intermediario tenderà ad accentuare il livello di underpricing per sfruttare i vantaggi economici che ne derivano.

Il conflitto di interessi appena proposto viene risolto ricorrendo alla cosiddetta “*Prospect Theory*” proposta da Loughran e Ritter (2002) secondo la quale l'underpricing risulta rilevante per gli shareholders esistenti solo nella misura in cui comporta un peggioramento del loro benessere. Portando l'esempio di James Clark di Netscape viene esposto matematicamente come anche un maggiore ammontare di denaro lasciato sul tavolo può essere accettabile per l'emittente nella misura in cui il benessere risulta comunque migliorato. Nella Figura 3.1 viene mostrata la funzione del valore per la Prospect Theory. In questa funzione la funzione è concava per i guadagni e convessa per le perdite e, cioè, risulta essere più ripida per piccole perdite che per piccoli guadagni, evidenziando come gli emittenti siano avversi al rischio per quanto riguarda i guadagni e propensi al rischio per quanto riguarda le perdite.

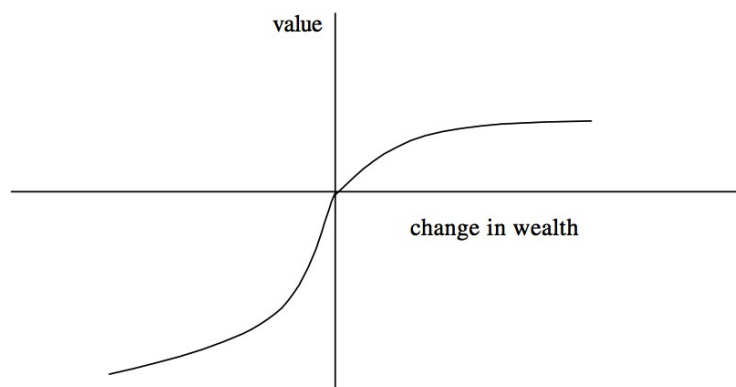


Figura 3.1 - Funzione del valore della Prospect Theory, Loughran e Ritter, *The Review of Financial Studies Special* 2002 Vol. 15, No. 2, pp. 413-443

Ulteriore punto di vista sul conflitto di interessi viene esposto da Arthurs, Hoskisson, Busenitz e Johnson (2008) che propongono una teoria del conflitto di interessi tra “*insiders*” e “*outsiders*”,

intesi come shareholders e venture capitalists, nel caso degli insiders, e dell'intermediario, come outsider, basata su un disallineamento negli orizzonti temporali considerati dalle parti. La loro *multiple agency theory* si basa su un conflitto multi-a-molti (*many-to-many*) che viene spiegato tramite obiettivi di breve termine per l'intermediario sottoscrittore (obiettivi che sono stati precedentemente esposti in questo paragrafo e legati alla riduzione dei costi, all'esercizio dell'opzione di overallotment e ai vantaggi concessi agli investitori istituzionali) contrapposti ad obiettivi di lungo termine degli insiders. Inoltre, viene esposto come, tra gli stessi insiders vi siano interessi confliggenti. Infatti, i venture capitalists prendono decisioni basandosi sugli interessi del fondo di cui fanno parte, mentre gli shareholders prendono le proprie decisioni sulla base della massimizzazione dei ricavi dell'IPO (oltre alla motivazione di carattere puramente psicologico, di legame con la società che possiedono e quindi di volerla preservare e garantirne le migliori possibilità di sviluppo). Nel loro lavoro, Arthurs, Hoskisson, Busenitz e Johnson (2008) espongono come il conflitto venga ad essere ridotto dalle capacità di controllo degli insiders sull'operato dell'outsider. Questa ipotesi trova la sua applicazione, però, solo nell'ipotesi in cui l'asimmetria informativa possa essere drasticamente ridotta dalla presenza dei venture capitalists. In caso contrario, la differenza negli orizzonti temporali e i conseguenti conflitti di interessi sarebbero scarsamente intaccati dai tentativi di monitoraggio degli insiders.

### **3.4: Il conflitto di interessi degli analisti dell'intermediario**

### **sottoscrittore.**

Nel processo di IPO il conflitto di interessi che riguarda le raccomandazioni degli analisti degli intermediari sui titoli delle società per le quali gli intermediari hanno fatto da sottoscrittori durante l'offerta al pubblico. Infatti, se da un lato gli analisti dovrebbero, nelle loro raccomandazioni, riportare ai clienti dell'intermediario le reali prospettive di sviluppo di una società per consentire un investimento informato, dall'altro vengono pressati per una valutazione favorevole del titolo che favorisca e stimoli una domanda del titolo che consenta che l'offerta abbia successo. Quello che avviene, secondo uno studio di Michealy e Womack (1999), è che gli analisti di fatto cedano agli interessi in conflitto con il loro ruolo, rinunciando ad una visione obiettiva e offrendo delle analisi che risultano quantomeno troppo ottimistiche rispetto alle reali prospettive di sviluppo e di futura performance di una società. Questo comporta, in fin dei conti, che le performance attese si discostino da quelle reali, quasi sempre in maniera negativa. Michealy e Wolmack nella loro analisi del fenomeno raggruppano le raccomandazioni “buy” di un campione di circa 107 IPO (nel periodo tra il 1990 e il 1991) in due categorie: le raccomandazioni fatte dall'intermediario sottoscrittore e le raccomandazioni fatte da un intermediario che non sia affiliato<sup>18</sup>.

Il dato che emerge dallo studio di Michealy e Wolmack è che, al momento dell'IPO, il grado di underpricing delle società risulta

---

<sup>18</sup> Le raccomandazioni sono divise in 4 categorie: *buy*, *attractive*, *hold* e *sell* e il campione è composto da 391 IPO nel periodo 1990-1991. Ai fini dell'analisi qui svolta, comunque, non risulta rilevante restringere il campione alle IPO con raccomandazione buy.

essere abbastanza omogeneo sia che le raccomandazioni “*buy*” siano fatte dall'intermediario sottoscrittore o da altro intermediario e si assesta intorno al 10,5%. La differenza rilevante si ha nella performance della società negli orizzonti temporali di un anno e due anni dall'IPO. Infatti, ad un anno dall'IPO, le società per le quali la raccomandazione sia stata fatta da un intermediario non affiliato hanno una performance migliore del 18,4%. Inoltre, sempre nell'orizzonte temporale di un anno, si rileva che solo il 41% delle società con raccomandazioni buy da parte del loro sottoscrittore hanno avuto dei ritorni positivi (in eccesso rispetto al mercato) contro il 51% delle società per le quali la raccomandazione era stata formulata da intermediari non affiliati. La differenza diventa ancora più accentuata nell'orizzonte temporale di due anni. Il divario nei rendimenti in eccesso aumenta fino ad aversi un 63% di differenza, con le società con raccomandazione dei loro sottoscrittori con una performance pari, in media, al -18% circa e quelle con raccomandazioni di intermediari non sottoscrittori al +45% circa. Inoltre, con un orizzonte di due anni solo il 30% delle società con raccomandazione buy del proprio sottoscrittore riescono ad avere rendimenti migliori del mercato, contro il 57% delle società raccomandate da altri intermediari non sottoscrittori.

Per spiegare questi divari fra le raccomandazioni buy, e quindi i giudizi positivi degli analisti, e i rendimenti effettivi ad uno o, ancora peggio, due anni, bisogna innanzitutto accennare al sistema di retribuzione degli analisti. Esso è composto da tre parti principali. La prima parte della compensazione è basata sul ranking dell'analista, ranking che viene realizzato negli Stati Uniti dalla

*Institutional Investors*<sup>19</sup> che sottopone a più di 750 istituzioni e amministratori di fondi di classificare gli analisti in base a criteri riguardanti la loro professione. La seconda parte della compensazione è basata sulla capacità di generare profitti tramite la “chiusura di affari”. La capacità dell'analista di fare più che scrivere commenti e raccomandazioni viene valutata favorevolmente dalla società nel momento in cui l'analista è in grado di vendere al cliente dei titoli e generare commissioni per la società. Un'ultima, eventuale componente della retribuzione di un'analista è rappresentata da parte delle commissioni che la società guadagna sulle negoziazioni in titoli delle società, o settori, di cui l'analista si occupa<sup>20</sup>.

Risulta, a questo punto dell'analisi, di facile comprensione almeno uno dei motivi di conflitto di interessi degli analisti. Avendo la loro compensazione legata agli affari che riescono a concludere con i clienti e/o con il volume di transazioni che le loro raccomandazioni riescono a generare, si crea un interesse a promuovere e a formulare raccomandazioni positive anche per società le cui prospettive non risultano essere positive. Questa tesi viene supportata dai dati forniti sopra.

Tesi alternativa per spiegare i risultati sopra forniti e la discrepanza tra le società raccomandate dai propri sottoscrittori o da intermediari esterni, viene fornita da un punto di vista psicologico sulla questione. Viene infatti affermato, sulla base di Kahneman e Lovallo (1993) e della loro “*inside view*”, che gli analisti sono propensi a dare dei pareri positivi sulle prospettive di una società

---

19 <http://www.institutionalinvestor.com/Research-and-Rankings.html>

20 Questa parte della compensazione risulta, però, di difficile determinazione a causa delle difficoltà nello stabilire il volume di negoziazione determinato dal singolo analista.

perchè credono che le società che sottoscrivono siano oggettivamente migliori delle altre, per il solo fatto che sia l'intermediario per cui lavorano a farne da sottoscrittore nell'IPO. Infatti, nel caso in cui le raccomandazioni siano fornite da analisti di intermediari esterni, si ha una visione più oggettiva, che porta ad una maggiore accuratezza nella valutazione.

Michealy e Wolmack concludono il loro studio sottoponendo un questionario a 31 professionisti nel campo dell'investment banking e investment management chiedendo se il conflitto di interessi fosse una plausibile spiegazione per i dati trovati nel loro studio. Dei 31, 26 hanno risposto al questionario con una percentuale schiacciante a favore dell'ipotesi del conflitto di interessi come spiegazione dei risultati trovati nello studio<sup>21</sup>.

### **3.5: Conclusioni.**

Nel capitolo sono stati affrontati i temi relativi al conflitto di interessi fra i principali soggetti coinvolti nel processo di un'IPO. In particolare, nel paragrafo 3.2 si è affrontato il conflitto di interessi tra l'intermediario sottoscrittore e gli investitori. Si è visto come questo tipo di conflitto sia determinato dall'asimmetria informativa esistente fra i due soggetti. In particolare, l'intermediario sottoscrittore (la cui posizione di vantaggio risulta ulteriormente rafforzata nel caso in cui l'intermediario ricopra anche il ruolo di finanziatore della società) sfrutta il vantaggio informativo nel

---

21 Il 100% dei professionisti nel campo dell'investment management e il 73% dei professionisti nel campo dell'investment banking.

momento in cui promuove IPO di società di scarso valore (a causa dell'alto rischio incorporato nell'investimento) a danno degli investitori.

Nel paragrafo 3.3 si è trattato del conflitto di interessi esistente fra l'intermediario sottoscrittore e gli shareholders della società emittente. Si è visto come il conflitto sia determinato dal diverso grado di underpricing che risulta essere ottimale per le due diverse categorie di soggetti. Infatti, per quanto riguarda gli shareholders, a causa del fenomeno della diluizione un livello minimo di underpricing (o addirittura nullo) sarebbe desiderabile. D'altro lato per l'intermediario sottoscrittore l'underpricing rappresenta una fonte di vantaggi economici che fanno sì che sia auspicabile, per questo soggetto, un grado di underpricing più elevato. Si è inoltre visto come questo genere di conflitti sia spesso causato dal diverso orizzonte temporale degli obiettivi delle due categorie di soggetti.

L'ultimo paragrafo ha trattato del conflitto in cui sono potenzialmente coinvolti gli analisti degli intermediari sottoscrittori. Questo conflitto è generato dalla struttura delle compensazioni degli analisti che è largamente influenzata dalle raccomandazioni che gli analisti stessi formulano sui titoli. Questo comporta, come viene dimostrato da dati empirici una mancanza di accuratezza e obiettività nella valutazione delle società che comporta, nel momento in cui le raccomandazioni su di un'IPO siano formulate dagli analisti dell'intermediario sottoscrittore, un investimento poco informato degli investitori e la disillusione delle aspettative di questi ultimi sulla performance, già nel medio termine, delle società di cui sottoscrivono i titoli.



### **Conclusion.**

Nel lavoro di ricerca fin qui svolto sono stati presentati gli aspetti fondamentali riguardanti le Initial Public Offerings. Tali aspetti sono stati esposti dalle prospettive diverse delle principali categorie di soggetti coinvolti nel processo di un'IPO. L'elemento che risulta essere più rilevante per ciascuna delle categorie di soggetti prese in considerazione (intermediario sottoscrittore, società emittente e investitori) risulta essere il livello di underpricing del titolo oggetto di offerta.

Nel capitolo 1 si è visto come il grado di underpricing possa essere spiegato da una pluralità di modelli, i più accreditati dei quali si basano sul concetto di asimmetria informativa. Tra i modelli che si basano su tale concetto, bisogna ricordare l'importanza scientifica delle tre teorie fondamentali precedentemente esposte: la teoria della segnalazione, la teoria della maledizione del vincitore (“*winner's curse*” Rock, 1986) e la teoria del *market feedback* (Ritter, 1998). Queste tre teorie fanno capo a tre diverse situazioni di asimmetria informativa fra le tre categorie di soggetti esposti. In particolare, la teoria della segnalazione si riferisce al caso in cui gli investitori non sappiano riconoscere un'emissione di alto livello da una di basso livello e gli emittente di migliore qualità decidono di

segnalarsi tramite un livello di underpricing la cui replica risulti sconveniente per i loro competitors di livello inferiore. Il secondo caso si riferisce ad asimmetria informativa tra investitori, e giustifica l'underpricing nella misura in cui riesca a fornire un compenso agli investitori meno informati che decidano comunque di partecipare alle IPO. L'ultima teoria fa riferimento ad una situazione in cui l'intermediario sottoscrittore si trovi in una posizione di svantaggio rispetto agli investitori sul piano informativo. In questo caso l'underpricing è lo strumento con il quale l'intermediario compensa gli investitori per le informazioni che questi ultimi rivelano riguardo la percezione che il mercato ha della società emittente e, di conseguenza, dell'emissione.

Queste teorie sono in grado di spiegare l'esistenza dell'underpricing in un'emissione ma, spesso, non sono in grado di spiegare la differenza nel grado di underpricing di due emissioni. Per fare sì che questa differenza, che anche all'interno dello stesso settore industriale e nello stesso periodo può essere molto significativa anche per società simili (in termini di capitalizzazione e rischio), possa essere spiegata bisogna andare ad analizzare le differenze nella struttura proprietaria e di governance delle società emittenti. Strutture diverse possono infatti determinare livelli di underpricing molto diversi in IPO "simili". Sotto il primo profilo, bisogna vedere quale sia l'obiettivo degli shareholder "pre-IPO" in termini di struttura proprietaria "post-IPO". Se, ad esempio, i soci di maggioranza cercano di creare o rafforzare una situazione di controllo tramite l'IPO, il grado di underpricing potrebbe essere più elevato per fare in modo che l'eccesso di domanda creato permetta loro di disperdere l'azionariato ed evitare il pericolo di scalate. Nel

caso in cui si vada ad esaminare la struttura di governance di una società, per vedere come essa influenzi il grado di underpricing di un'emissione, bisogna partire dall'analisi della struttura dei compensi (specialmente quelli “*performance-based*”) che a essa si riferisce. In particolare, bisogna vedere quanto potere ha a disposizione il management (si parla, in particolare, dei c.d. *top executives*) per influenzare la propria struttura di incentivi performance-based. È necessario inoltre fare attenzione alla differenza tra il caso in cui i CEO siano anche fondatori della società e al caso in cui non lo siano. Questa differenza risulta determinante nel momento in cui dati empirici dimostrano che i CEO che siano anche fondatori detengono spesso in portafoglio una consistente quantità di titoli della società emittente e che, quindi, subiscano comunque perdite rilevanti a causa della diluizione.

Il capitolo 3 viene utilizzato per spiegare l'underpricing, e il suo grado più o meno elevato, tramite i conflitti di interesse che esistono tra i soggetti partecipanti al processo di un'IPO. Scendendo nel dettaglio dei risultati trovati, è importante sottolineare come i conflitti coinvolgano sempre l'intermediario sottoscrittore e che i più rilevanti si creino nei confronti della società emittente. Questo accade per due ragioni principali. In primo luogo l'*underwriter* ha interesse in vantaggi che gli derivano dall'accentuare il grado di underpricing che compensano la perdita delle commissioni che la società emittente paga sul margine lordo e gli fanno anche realizzare un guadagno. In secondo luogo, gli analisti dell'intermediario hanno una struttura dei compensi che si basa sul volume di transazioni che essi generano sul titolo per cui

formulano le raccomandazioni. Di conseguenza, gli analisti sono spesso portati a formulare raccomandazioni come minimo ottimistiche per riuscire a generare un volume di negoziazioni maggiore sul titolo.

Considerata la mole di fattori e interessi, esposti in questo lavoro di ricerca, che possono contribuire a determinare il grado di underpricing di un'IPO risulta quindi necessario un'analisi accurata ed effettuata caso per caso per riuscire a pervenire ad una spiegazione di questo fenomeno.

### **Bibliografia:**

- “Executive Compensation as an Agency Problem”, Lucian A. Bebchuk e Jesse M. Fried, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 3, Summer 2003, 71–92
- “Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements”, David Yermack, *The Journal of Finance*, volume 52, Issue 2 (Jun., 1997), 449-476
- “Executive stock options and IPO underpricing”, Michelle Lowry e Kevin J. Murphy, *Journal of Financial Economics* 85 (2007), 39–65
- “How Investment Bankers Determine The Offer Price And Allocation Of New Issues”, Lawrence M. Benveniste e Paul A. Spindt, *Journal of Financial Economics* 24 (1989), 343–361, North Holland
- “Employee Stock Options and the Underpricing of Initial Public Offerings”, Mark A. Taranto, Novembre 2003
- “Initial Public Offerings: International Insights”, Tim Loughran, Jay R. Ritter e Kristian Rydqvist, *Giugno 1994*, *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 2, pp. 165-199, Updated

March 20, 2014

- “Initial Public Offerings”, Jay R. Ritter, Contemporary Finance Digest Vol. 2, No. 1 (Primavera 1998), pp. 5-30
- “A Fully-Rational Liquidity-Based Theory of IPO Underpricing and Underperformance”, Matthew Pritsker, Febbraio 2006, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- “Is the IPO pricing process efficient?”, Michelle Lowry e G. William Schwert, Journal of Financial Economics 71 (2004), 3–26
- “Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing”, James R. Booth e Lena Chua, Journal of Financial Economics 41 (1996), 291-310
- “Underpricing and Money "Left on the Table" in Italian IPOs”, Roberto Arosio, Giancarlo Giudici e Stefano Paleari, Aprile 2000
- “Investment Banking, Reputation, and The Underpricing of Initial Public Offerings”, Randolph P. Beatty e Jay R. Ritter, Journal of Financial Economics 15 (1986), 213-232, North Holland
- “Underpricing, Ownership and Control In Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK”, M.J. Brennan e J. Franks, Journal of Financial Economics 45 (1997), 391-413
- “Valuing IPOs”, Moonchul Kim e Jay R. Ritter, Journal of Financial Economics (Vol. 53, No. 3) September 1999, 409-437
- “What Drives the Initial Market Performance of Italian IPOs? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support”, Roberto Arosio, Giancarlo Giudici e Stefano Paleari, Ottobre 2000
- “Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?”, Tim Loughran, Jay R. Ritter, The Review of Financial Studies Special 2002 Vol. 15, No. 2, 413-443
- “Initial Public Offering Underpricing: The Issuer's View-A Comment”, Christopher B. Barry, The Journal of Finance,

Vol. XLIV, No. 4, Settembre 1989

- “Why New Issues Are Underpriced”, Kevin Rock, *Journal of Financial Economics* 15 (1986) 187-212, North-Holland
- “Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence”, Michel A. Habib e Alexander P. Ljungqvist, *The Review of Financial Studies* Summer 2001 Vol. 14, No. 2, 433-458
- “Conflicts of Interest and the Performance of Venture-Capital- Backed IPOs: A Preliminary Look at the UK”, Susanne Espenlaub, Ian Garrett e Wei Peng Mun, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Marzo 1999
- “Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations”, Roni Michaely e Kent L. Wolmack, *The Review of Financial Studies* Special 1999 Vol. 12, No. 4, 653-686
- “Managerial Agents Watching Other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing in IPO Firms”, Jonathan D. Arthurs, Robert E. Hoskinsson, Lowell W. Busenitz e Richard A. Johnson, *Academy of Management Journal* 2008, Vol. 51, No. 2, 277-294
- “Universal-Bank Underwriting and Conflicts of Interest: Evidence from German Initial Public Offerings”, Peter G. Klein e Kathrin Zoeller, Gennaio 2001
- “Conflict of interest in universal banking: Bank lending, stock underwriting and fund management”, Hedva Ber, Yishay Yafeh e Oved Yosha, *Journal of Monetary Economics* 47 (2001) 189-218
- “Conflict of Interest in Universal Banking: Evidence From the Post- Issue Performance of IPO Firms”, Hedva Ber, Yishay Yafeh e Oved Yosha, Discussion Paper No. 97-05, Settembre 1997
- “Conflict of Interest and Certification in the U.S. IPO Market”, Luca Benzoni e Carola Schenone, Federal Reserve Bank of Chicago, Luglio 2007
- “Pre-IPO Ownership Structure and Its Impact on the IPO Process”, Arash Alavi, Peter K. Pham e Toan My Pham

- “A review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, Ivo Welch e Jay R. Ritter, Febbraio 2002
- “IPO-Related Organizational Change and Long-Term Performance”, J.H. von Eije, M.C. de Witte and A.H. van der Zwaan, 2004
- “Seasoned Offerings, Initiation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings”, Ivo Welch, The Journal of Finance, Vol. 44, Issue 2, Giugno 1989, 421-449
- “IPO Underpricing, Wealth Losses and the Curious Role of Venture Capitalists in the Creation of Public Companies”, Alexander P. Ljungqvist, Giugno 1999
- “Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies”, Alon Brav e Paul A. Gompers, The Journal of Finance, Vol. LII, No. 2, Dicembre 1997
- “Venture Capital and Structure of Capital Markets; Banks Versus Stock Markets”, Ronald J. Gilson e Bernard S. Black, Journal of Financial Economics, Vol. 47, pp. 243-277, 1998
- “A Theory of the Going-Public Decision”, Thomas J. Chemmanur e Paolo Fulghieri, The Review of Financial Studies, Vol. 12, No. 2. (Summer, 1999), 249-279
- “Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence” Choe, Hyuk, Ronald Masulis e Vikram Nanda, 1993, Journal of Empirical Finance 1, 3-31
- “Equity issues and stock price dynamics”, Lucas, Deborah e Robert McDonald, 1990, Journal of Finance, 45, 1019-1043
- “IPO Pricing in the Dot-Com Bubble”, Alexander P. Ljungqvist e William J. Wilhelm, Journal of Finance, Vol. 58, pp. 723-752, Aprile 2003
- “Initial public offer underpricing: The issuer's view-A note”, S.M. Dawson, Journal of Finance 42, 1987, 159-162
- "Large Shareholders and Corporate Control", Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, The Journal of Political Economy, Vol. 94, Issue 3, Part 1, Giugno 1986, 461-488



- “Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings”, Megginson e Weiss, The Journal of Finance, Volume XLVI, N°3, Luglio 1991
- "Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process", Puri e Manku, 1999, Journal of Financial Economics 54, 133-163

**Sitografia:**

- [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)
- [www.institutionalinvestor.com](http://www.institutionalinvestor.com)
- [it.wikipedia.org](http://it.wikipedia.org)