

Dipartimento di impresa e management

Cattedra: Finanza Aziendale

***LE IPO NEL SETTORE AUTOMOBILISTICO:
IL CASO FERRARI***

RELATORE:

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO:

Francesco Vecchi

Matr. 184541

ANNO ACCADEMICO 2015-2016

Vorrei ringraziare...

...Il professor Gianluca Mattarocci, che ha accettato senza indugi il ruolo di mio relatore, seguendomi durante la stesura con pazienza, professionalità e completa disponibilità. Senza il suo contributo questo lavoro non esisterebbe.

...I miei genitori per tutti i sacrifici fatti durante questi anni, per il supporto datomi in ogni circostanza e per la fiducia che non hanno mai mancato di darmi.

...tutte le persone a me care, i miei parenti e i miei amici, hanno reso questo percorso meno duro e mi hanno sempre spronato nei momenti di sconforto.

Senza di loro, probabilmente, non avrei raggiunto questo obiettivo.

...I miei nonni, a cui è dedicato questo lavoro. Angelo e Anna, per l'affetto e l'orgoglio che mi hanno sempre mostrato in questi anni. Luciano e Anna, che non possono essere qui con me ma spero che mi guardino e siano fieri della persona che sono diventato.

“...Sono i sogni a far vivere l'uomo. Il destino è in buona parte nelle nostre mani, sempre che sappiamo chiaramente quel che vogliamo e siamo decisi ad ottenerlo.” [Enzo Ferrari, 1898-1988]

Indice

1.	<i>Introduzione</i>	4
2.	<i>Le IPO</i>	
2.1.	<i>Introduzione</i>	6
2.2.	<i>Definizione</i>	7
2.3.	<i>Fasi del processo di IPO e soggetti coinvolti</i>	10
2.4.	<i>IPO underpricing</i>	21
2.5.	<i>Conclusioni</i>	29
3.	<i>Le IPO nel settore automobilistico</i>	
3.1.	<i>Introduzione</i>	31
3.2.	<i>Trend attuale e futuro del settore automotive</i>	32
3.3.	<i>L'evoluzione storica delle IPO nel settore</i>	37
3.4.	<i>Variabili rilevanti per l'analisi del mercato IPO</i>	48
3.5.	<i>Dimensione e caratteristiche delle IPO</i>	50
3.6.	<i>Conclusioni</i>	58
4.	<i>L'IPO Ferrari</i>	
4.1.	<i>Introduzione</i>	59
4.2.	<i>Descrizione dell'impresa</i>	60
4.3.	<i>Struttura dell'operazione</i>	64
4.4.	<i>Performance del titolo e confronto con il mercato</i>	72
4.5.	<i>Conclusioni</i>	78
5.	<i>Conclusioni</i>	80
	<i>BIBLIOGRAFIA</i>	82

1. INTRODUZIONE

L'operazione di quotazione in borsa è da sempre un momento particolarmente importante per lo sviluppo delle imprese ed è fondamentale per poter competere sul mercato globale. L'IPO permette di accedere al capitale di rischio generando benefici non solo a livello finanziario ma anche di governance e reputation.

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di verificare l'importanza e i risultati recentemente ottenuti a seguito delle IPO dalle imprese operanti in uno dei settori storicamente trainanti per le principali economie mondiali: il mercato automobilistico.

Inizialmente, verrà fornita un'analisi teorica sul processo di Initial Public Offering al fine di comprenderne le caratteristiche e le potenzialità. Nel primo capitolo saranno quindi presentate le caratteristiche dell'operazione e saranno esaminate le motivazioni che spingono le imprese alla quotazione. L'attenzione si soffermerà anche sulla scelta riguardante il mercato sul quale completare l'operazione e verranno esaminati gli aspetti a favore della quotazione sul mercato estero o locale. Si passerà, successivamente, alla trattazione di tutti con lo studio dei ruoli dei soggetti coinvolti nel processo, le varie fasi in cui si suddivide l'IPO e le funzioni aziendali degli intermediari sollecitate durante l'operazione. L'ultima parte sarà dedicata al fenomeno dell'IPO underpricing evidenziandone cause, implicazioni e conseguenze.

Effettuata l'analisi del processo di IPO, l'elaborato presenterà una panoramica sul settore automobilistico a livello globale e sui mercati più rilevanti su scala mondiale. Nel primo paragrafo del secondo capitolo verrà descritto il mercato automotive ed il trend di crescita che quest'ultimo sta

attraversando e ne saranno evidenziate tutte le implicazioni per le società operanti (in termini di concorrenza, strategie aggressive di differenziazione e diversificazione dei prodotti offerti e IPO). Verrà poi presentata una descrizione sulle operazioni di quotazione svolte dal 1997 al 2016 dalle società automobilistiche evidenziando gli anni di maggiore e minore espansione e la rilevanza del fenomeno nei principali mondiali. Nell'ultima parte verranno prese in considerazione alcune variabili fondamentali per l'analisi delle caratteristiche e del successo delle IPO (il Deal value, l'Earnings per Share e l'EBITDA) e verranno messe a confronto le caratteristiche dei best e worst performers nel settore automobilistico.

L'ultimo capitolo, come precedentemente accennato, esaminerà il caso Ferrari partendo da una descrizione della storia della società con particolare riguardo agli eventi maggiormente rilevanti per il suo sviluppo e cercando di farne emergere la rilevanza a livello mondiale. Successivamente si passerà alla descrizione dell'IPO a partire dai primi rumors fino all'effettivo completamento dell'operazione. Verrà evidenziato l'evoluzione del prezzo delle azioni, la composizione dell'azionariato e verranno utilizzati alcuni indici di redditività, tra cui l'EPS, l'EBIT e l'EBITDA, per un'analisi post operazione. Si procederà poi con un'analisi della performance del titolo confrontandolo con un indice del mercato mobiliare e con un'analisi dei volumi scambiati e valutando le differenze rispetto alle imprese comparabili del settore in termini crescita vendite e Margine EBITDA. Per concludere sarà svolta un'analisi sul grado di underpricing fatto riscontrare dal titolo ed un confronto dello stesso con un campione di 41 IPO completate sul mercato italiano.

CAPITOLO 2: Le IPO

2.1 Introduzione

Il seguente capitolo presenterà una trattazione teorica dell'Initial Public Offering, ovvero la prima vendita delle azioni di una società al pubblico e la quotazione delle stesse su una stock exchange.

L'operazione è particolarmente rilevante per le aziende perché permette di ottenere numerosi vantaggi sia per esse stesse che per gli shareholders, e questo, sia a livello finanziario, di governance e reputation, oppure, come ci dice Zingales (1995), l'operazione permette la vendita di una società ad un valore maggiore di quello che si otterrebbe da una vendita commerciale.

Sono numerosi gli aspetti delle IPO che meritano di essere spiegati approfonditamente e, in particolare, nel primo paragrafo verrà definita l'operazione e, successivamente, si tratteranno sia le ragioni che spingono le società al Going Public, sia le motivazioni per le quali una società sceglie il mercato sul quale completare l'operazione, con particolare attenzione ai vantaggi relativi alla scelta di un mercato estero o quello locale.

Verranno infine definiti sinteticamente i soggetti a cui può essere rivolta l'operazione e l'oggetto della stessa.

Il secondo paragrafo si aprirà con un'analisi dei soggetti coinvolti nell'operazione, le varie funzioni da essi svolte e la descrizione delle fasi di cui si compone il processo di IPO.

In chiusura saranno evidenziate le funzioni aziendali degli intermediari sollecitate durante l'operazione.

Nell'ultimo paragrafo verrà svolta una trattazione specifica sull'IPO underpricing, partendo dalla definizione generale del fenomeno, proseguendo con un modello analitico per il calcolo dello stesso e concludendo con le varie teorie preposte alla spiegazione di come questa pratica venga a generarsi.

2.2. Definizione

IPO è l'acronimo di *Initial Public Offering*, in italiano Offerta Pubblica Iniziale. Essa viene definita come “una particolare tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato e costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato” (www.borsaitaliana.it).

La decisione di quotarsi sul mercato primario da parte di una società può rispondere a vari esigenze, tra queste vi sono sicuramente quelle della società stessa e quelle dei suoi azionisti.

Con riferimento al primo caso si ricordano:

- Utilizzo dell'operazione come strumento di raccolta di finanziamenti per progetti. Secondo Pagano et al. (1998) in Italia i processi di quotazione non hanno preceduto, bensì seguito, gli aumenti degli investimenti delle quotande.
- Diversificare le fonti di finanziamento e, contemporaneamente, frazionare il possesso delle quote presso gli investitori per non andare ad intaccare la preesistente struttura di governance (Chemmanur e Fulghieri, 1999)
- Secondo Maksimovic e Picher (2001) con la quotazione si può aumentare il prestigio societario e di conseguenza il potere contrattuale.
- Secondo Schultz e Zaman (2001) l'operazione garantisce liquidità per future operazioni di M&A
- Ottenere una valutazione “del mercato” del grado di efficacia del management aziendale (Holstrom e Tirole, 1993)
- Un azionariato diffuso può favorire le attività di lobby

Come emerge da tali punti spesso l'IPO non è dettata da motivazioni strettamente finanziarie ma, anzi, anche da scelte strategiche e di governance aziendale.

L'operazione, però, può anche andare a rispondere alle esigenze degli azionisti originari, infatti essi possono:

- Diversificare la propria ricchezza

- Tramite il giusto timing di collocamento possono ottenere ingenti capital gains (Lucas e McDonald, 1990)
- Favorire il passaggio intergenerazionale

L'operazione di quotazione risulta essere molto ingente dal punto di vista dei costi, infatti la società quotanda dovrà andare a sostenere costi di *disclosure* imposti dal legislatore e costi relativi all'attività di redazione degli informativi periodici imposti per sostenere *la trasparenza*.

Altri costi ingenti sono attribuibili al “*going public*” e sono distinti, da Ritter (1998), in costi diretti ed indiretti.

I diretti sono imputabili a spese legali, di consulenza, retribuzioni degli intermediari e spese amministrative.

I costi indiretti possono essere ricondotti al fenomeno *dell'underpricing* (di cui si parlerà nello specifico nel paragrafo 2.4).

Per la quotazione è di fondamentale importanza la scelta del mercato regolamentato su cui realizzarla ma, dopo il Financial Services Action Plan firmato nel 1999 a Lisbona, le società prediligono quotarsi sui mercati delle nazioni di provenienza.

La quotazione su mercati esteri può presentare elementi positivi e negativi per l'azienda.

In primo luogo risulta più complessa e più onerosa a causa dei vincoli di una securities law e regolamentazione del mercato diversa da quella nazionale e per l'onere di dover mantenere rapporti con l'autorità di gestione.

Di contro però l'operazione può anche essere svolta con la volontà di instaurare rapporti con società estere dimostrando anche un forte interesse societario nell'operare nel loro paese.

Spesso aziende di grandi dimensioni eseguono il così detto *dual listing* (*o multiple listing*), quotandosi su più mercati contemporaneamente.

Dallo studio di Lazzari e Geranio (2003) è emerso che, analizzando un campione di 524 IPO completate tra il 1999 ed il 2001 sui mercati di Francia, Italia, Germania e Olanda, circa il 92,7% si siano quotate sul mercato del paese d'origine.

La scelta del mercato può poi dipendere anche dalle motivazioni di fondo sottostanti all'operazione, infatti, se essa viene svolta per ragioni prettamente finanziarie, è preferibile quotarsi sul mercato domestico poiché è presumibile che gli investitori locali abbiano più interesse a inserire il titolo nel loro portafoglio.

Se le finalità sono, invece, di ordine strategico e quindi l'operazione è svolta per promuovere il brand, la scelta è preferibile che ricada sul mercato in cui si intende promuovere e sostenere il marchio.

Altri fattori possono essere:

- Presenza di comparabile significativi sul mercato
- Gli obblighi previsti dalla società di gestione nel listing agreement, che devono essere rispettati dalla quotanda per completare l'operazione
- La microstruttura del mercato

Attualmente Borsa Italiana gestisce, tra gli altri, l'*MTA (Mercato Telematico Azionario)* dove vengono scambiati i titoli azionari quotati in borsa, il mercato si divide in 3 classi principali in base a criteri di capitalizzazione e liquidità dei titoli (www.borsaitaliana.it):

- *Large cap (Blue chip)*
- *Mid cap*
- *Small cap*

Inoltre vi sono anche i segmenti *STAR*, per imprese con particolari criteri di trasparenza, governance e liquidità, e *MTA International* per i titoli azionari di imprese già quotate in borse comunitarie.

Nella definizione dell'operazione di IPO è fondamentale stabilirne l'oggetto e individuarne i destinatari.

L'oggetto dell'offerta possono essere azioni preesistenti, allora si avrà un'OPV (offerta pubblica di vendita), azioni di nuova emissione, si tratterà di un'OPS (offerta pubblica di sottoscrizione), oppure le due tipologie potrebbero essere combinate in una OPVS (offerta di vendita e sottoscrizione).

Nel caso in cui l'operazione consista in un'OPS allora la società quotanda dovrà realizzare preventivamente un aumento di capitale, senza diritto di opzione.

Per quanto riguarda i soggetti a cui può essere indirizzata l'offerta avremo:

- Il pubblico generico, o un sottoinsieme di esso
- Gli investitori istituzionali
- Soggetti identificati individualmente

Vengono a delinearsi allora tre *tranche* di destinatari chiamate rispettivamente: *retail, institutional e friends & family*.

Le prime due sono affidate a dei consorzi di collocamento guidati da due lead managers e coordinati dal global coordinator, essi sono il *consorzio di collocamento al pubblico* ed il *consorzio di collocamento istituzionale*.

Da Fabrizi (2007) vediamo che il mercato mondiale delle IPO è definito come ciclico, con aumenti ingenti nelle fasi di rialzo delle borse e riduzioni nelle fasi di ribasso.

Dal suo studio, infatti, si può notare come il mercato italiano abbia rispettato questo trend, infatti si è partiti dalle 45 operazioni del 2000, periodo in cui le borse hanno raggiunto l'apice, per poi passare per un triennio ribassista e risalire tra il 2004 ed il 2005 rispettivamente a 8 e 15 IPO.

2.3. Fasi del processo di IPO e soggetti coinvolti

Le IPO sono processi particolarmente complessi in cui risulta fondamentale l'operare in maniera professionale e coordinata di operatori specializzati.

Sul mercato italiano quelli di maggior spicco e rilevanza, secondo Forestieri (2007) sono:

- *Lo sponsor*, nominato dalla società ma rispetto alla quale è indipendente sia a livello sostanziale che formale. Il suo compito è quello di “presentare” la società, garantendone la qualità ed il livello del

management, al mercato e a Borsa Italiana. Il ruolo può essere svolto da banche, imprese di investimento.

- *Il global coordinator*, che svolge un ruolo cruciale, occupandosi dello svolgimento coordinato di tutte le fasi del processo, dalla quotazione all'offerta dei titoli.
- *Lo specialist*, obbligatorio esclusivamente nel segmento STAR, interviene a fine quotazione con l'intento di garantire la liquidità del titolo.
- *La società di revisione*, che controlla e certifica i bilanci della quotanda, collabora alla redazione del prospetto informativo e redige delle comfort letters per lo sponsor ed il global coordinator in cui si esprime sul business plan.
- *Gli studi legali*, assistono la quotanda e gli intermediari coinvolti negli aspetti giuridici dell'operazione.
- *Il consulente di comunicazione*, soggetto responsabile della comunicazione all'esterno per quanto riguarda l'immagine societaria e dell'operazione.
- *Borsa Italiana SpA*, la società di gestione dei mercati regolamentati in Italia.
- *La CONSOB*, società responsabile della vigilanza e della trasparenza sui mercati regolamentati che ha anche il compito di rilasciare il permesso alla quotanda di pubblicare il proprio prospetto, dopo averlo giudicato.
- *Montetitoli SpA*, società di gestione di tutti gli strumenti finanziari dematerializzati. Vi devono aderire tutte le società quotate.

Inoltre, gli intermediari finanziari attivi in questo mercato sono classificabili in tre macro-categorie:

- Le Global Investment Bank, con un orientamento al mercato globale, si occupano in maniera preponderante dei big deal e tra esse ricordiamo: Citigroup, Gold-man Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Nomura, Credit Suisse e First Boston.
- Le banche di investimento nazionali o continentali, le quali avendo rapporti continuativi e forti con il tessuto economico specifico possono gestire in maniera più efficiente le operazioni rivolte allo stesso. Tra esse abbiamo: Mediobanca, Deutsche Bank e la Société Générale.
- Gli intermediari nazionali che si occupano di piccole o medie operazioni, talvolta anche con l'ausilio delle categorie precedenti

Le diverse fasi del processo dell'IPO sono sintetizzate nella figura seguente. (3.1)

3.1 Fasi del processo di quotazione

Fonte: Corporate e investment banking (Forestieri, 2007)

Quattro/sei mesi prima dell'offerta			Due mesi anteofferta	1-2 settimane precedenti	Dopo l'offerta
Pianificazione	Preparazione	Definizione	Marketing	Offerta	Aftermarket
Identificazione degli obiettivi	Due diligence	Stima della domanda	Campagna di comunicazione	Nulla osta CONSOB e deposito prospetto	Greenshoe
Scelta del mercato di quotazione	Richieste d'autorizzazione	Definizione del periodo	Diffusione di equity research	Bookbuilding	Stabilizzazione
Scelta dello sponsor e del global coordinator, firma dei mandati	Predisposizione documentazione e Piano di comunicazione	Dimensioni dell'offerta		Definizione prezzo	Market making da parte specialist
Valutazione indicativa, piano di lavoro e tempistiche	Presentazione informale a CONSOB e Borsa	Contatti per il consorzio		Riparto e allocazione	Avvio attività investor relations
		Filing a Borsa e CONSOB		Grey market	
				Pagamento e consegna	

Il primo passo che la società deve compiere dopo aver preso la decisione di procedere con la quotazione consiste nella nomina dei soggetti ai quali affidare l'iter procedurale della stessa.

Inizialmente viene nominato un advisor, che non necessita di placing power e particolare solidità finanziaria e, successivamente la quotanda, in collaborazione con quest'ultimo, pone in essere un Beauty contest tramite il quale vengono vagliate le varie proposte degli intermediari interessati. In assenza di advisor gli intermediari interessati possono proporsi alla società tramite Pitch diretti.

Secondo quanto riportato da Forestieri (2007) le caratteristiche fondamentali per la scelta del global coordinator sono:

1. *Track record*
2. *Reputation*
3. *Placing power*
4. *Specializzazione dell'intermediario*
5. *Spessore professionale del team a cui verrà affidata l'operazione*
6. *Solidità finanziaria complessiva*
7. *Stima preliminare della società quotanda*

Eseguita la nomina il mandato viene conferito tramite la firma di una engagement letter, con la quale si instaura un'obbligazione di mezzo per la quale il global coordinator è tenuto a svolgere con la diligenza ed accuratezza necessarie le operazioni riguardanti il processo ma non è vincolato a collocare le azioni o, addirittura, a collocarle ad un determinato prezzo. I rischi assunti dal global coordinator sono la responsabilità professionale specifica ed il rischio reputazionale.

In seguito la società deve essere ammessa alla quotazione tramite la decisione della società di gestione del mercato. In Italia è rappresentata da Borsa Italiana SpA, esse svolge un'istruttoria sulle quotande e impone la redazione di alcuni documenti come:

- Il business plan
- Il Q-MAT
- Il Management Information System (MIS)
- Il codice di corporate governance

Borsa Italiana può non ammettere una società a quotazione quando “*la situazione dell'emittente sia tale da rendere l'ammissione contraria all'interesse degli investitori*” (art. 2.1.2. Regolamento dei mercati).

Una situazione di questo genere può verificarsi in caso di posizionamento competitivo critico, squilibri gravi nella struttura finanziaria, gravi fattori di incoerenza nei piani previsionali.

Borsa Italiana, dopo aver deliberato sulla richiesta di quotazione, ne comunica l'esito in via privata alla richiedente.

In questa fase la società quotanda è affiancata dallo sponsor, che ha il compito di redigere numerose attestazioni riguardanti la società stessa. Lo sponsor prolunga, poi, i suoi compiti anche a operazione terminata.

Ottenuta l'ammissione bisogna presentare alla CONSOB il prospetto informativo, sottoscritto da emittente e global coordinator. Il contenuto è regolato dalla società responsabile della vigilanza e trasparenza, la CONSOB in Italia.¹ Ad essa dovrà essere consegnata una bozza del prospetto

¹ Nei paesi dell'UE il contenuto è reso omogeneo dalla direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003, n. 2003/71/CE

preventivamente e, successivamente, entro 60 giorni ne autorizza la pubblicazione, dando inizio al periodo di adesione all'offerta pubblica.

Nel prospetto i valori finanziari sono redatti pro forma e nelle operazioni di grandi dimensioni viene redatto un ulteriore documento in lingua inglese: l'offering circular.

All'interno del prospetto posso essere evidenziate tre parti:

- Informazioni sull'emittente
- Informazioni sullo strumento finanziario oggetto di collocamento
- Informazioni sulle modalità e finalità di sollecitazione

In particolare la CONSOB con il regolamento 809/2004/CE ha stabilito che il documento dovrà contenere le seguenti voci:

1. Persone responsabili
2. Revisori legali dei conti
3. Fattori di rischio
4. Dati finanziari e patrimoniali selezionati riferiti all'emittente su base consolidata
5. Informazioni sull'emittente
6. Panoramica delle attività
7. Struttura organizzativa
8. Informazioni sulle tendenze
9. Previsioni o stime degli utili
10. Organi di amministrazione, di direzione e di vigilanza e alti dirigenti
11. Principali azionisti
12. Informazioni finanziarie
13. Informazioni provenienti da terzi, pareri di esperti e dichiarazioni di interessi
14. Documenti accessibili al pubblico

Dopo aver ottenuto l'approvazione del prospetto da parte della CONSOB gli amministratori e i dirigenti della quotanda danno luogo al così detto "*road show*".

In circa una-due settimane vengono incontrati gli investment manager, toccando i centri finanziari più importanti come Londra, Zurigo, Boston Parigi, Tokyo e New York.

La fase immediatamente successiva consiste nella raccolta degli ordini dagli investitori istituzionali, si identifica un range di prezzi possibili e si dà inizio al *Bookbuilding*.

La Lead Bank riceve tutti gli ordini dagli investitori istituzionali e li raggruppa in un book unico ma solo il global coordinator, insieme ai bookrunner, hanno una visione d'insieme dell'offerta e del suo andamento.

Di fondamentale importanza per l'operazione sono i consorzi di collocamento e garanzia, realizzati tramite selling and underwriting agreement.

Gli intermediari partecipanti possono svolgere due ruoli²:

- Selling bank, collocamento senza garanzia di riuscita
- Underwriter, con impegno di sottoscrizione dei titoli assegnati

Se l'offerta dovesse essere globale allora i consorzi saranno perlomeno due, uno per l'offerta istituzionale e uno per l'offerta retail.

Il contratto riguardante la tranche retail viene firmato prima che l'offerta abbia inizio mentre l'underwriting agreement viene firmato solo a bookbuilding terminata.

Nel caso in cui l'offerta sia stata sottoscritta solo in parte il quantitativo invenduto può essere: sottoscritto dalla lead bank, eliminato causando una riduzione dell'offerta, offerto agli acquirenti retail.

² Forestieri (2007)

Nella fase di *pricing* entrano in gioco i vari interessi degli attori partecipanti, in particolare:

- *Gli azionisti*, i quali hanno un fortissimo interesse nel massimizzare il prezzo di vendita
- *La quotanda*, La quale ha interesse a massimizzare il prezzo poiché si tradurrebbe in una massimizzazione dell'afflusso di risorse finanziarie
- *Gli investitori*, i quali prediligerebbero pagare un prezzo contenuto lasciando però spazio a una prospettiva di apprezzamento futuro
- *Il global coordinator*, il quale fornisce prestazioni a tutte le parti in causa e risulta essere, quindi, il più moderato

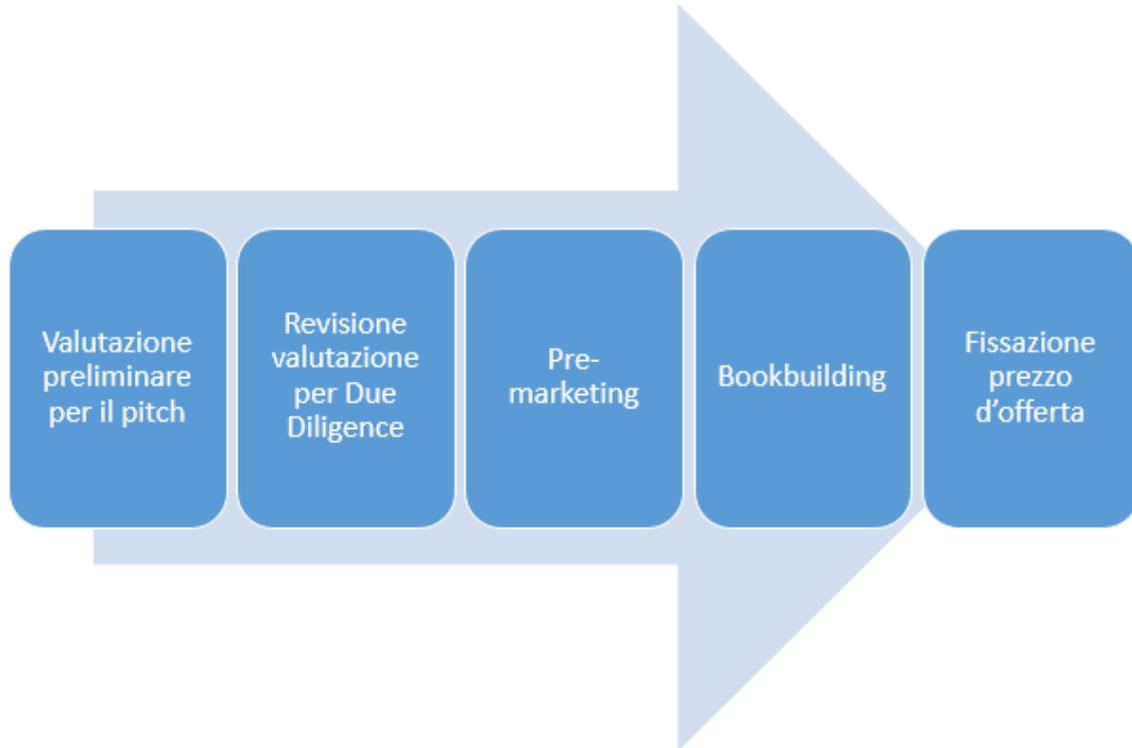
Quando possibile si tende a fissare un prezzo leggermente inferiore a quello che consentirebbe di coprire interamente la domanda, in modo da non far ottenere i titoli a tutti gli investitori interessati nella speranza che li vadano ad acquistare nei giorni di contrattazione, sostenendo il titolo e dando origine al fenomeno dell'*underpricing*. Ritter e Welch (2002) nel loro studio hanno analizzato un campione di 6249 IPO completate tra in 1980 ed il 2001 ed hanno osservato che il grado medio di *underpricing* è stato di circa il 19% e, inoltre, che il 60% del campione ha chiuso con un *underpricing* positivo, il 16% con un valore nullo e solamente il 14% ha presentato valori negativi.

Il processo di *pricing*, come si può osservare dalla figura 2.3, inizia con una valutazione preliminare per il pitch compiuta secondo i metodi finanziari consueti dalla banca d'investimento.

Il global coordinator successivamente va a ridurre il range di valore ottenuto nella fase precedente tramite le informazioni ottenute dall'analisi critica del business plan ed il due diligence.

3.3 Fasi di pricing di una IPO

Fonte: Corporate and investment banking, Forestieri (2007)



Nella fase successiva, di pre-marketing, si potrà verificare per la prima volta l'atteggiamento del mercato rispetto al titolo e il livello di sconto richiesto. Esso è richiesto poiché la domanda andrà ad assumersi un maggior rischio investendo in un titolo senza track record, mentre per l'offerta possono esserci varie motivazioni.

Tra esse ricordiamo la ricerca di reazioni migliori da parte degli investitori agli annunci dei dividendi futuri (Allen e Faulhaber, 1989), la necessità di iniziare a creare un buon track record (Welch, 1989) e stimolare la comunità degli analisti finanziari ad occuparsi del titolo (Chemmanur, 1993).

Il pricing si andrà a chiudere con la fase di bookbuilding e verrà fissato il prezzo d'offerta.

Il prezzo massimo d'offerta sarà poi comunicato al mercato il giorno prima dell'inizio dell'offerta.

Per ciò che concerne, poi, l'assegnazione delle azioni risulta di fondamentale importanza l'*inter-syndacate agreement*, un contratto stipulato tra i due consorzi che valuta l'opportunità di trasferire azioni dalla tranche istituzionale a quella retail o viceversa.

Nel caso in cui si verifichi *oversubscription* della prima sarà il lead manager della stessa a prendere le decisioni in base alle quali massimizzare l'efficienza dell'allocazione delle azioni presso gli intermediari istituzionali. Gli obiettivi sono: allocare azioni presso istituzioni con orizzonti temporali d'investimento di medio-lungo termine e minimizzare il rischio che l'assegnatario si liberi immediatamente del titolo creando un effetto depressivo (*flipping*).

Nel caso in cui l'*oversubscription* riguardi la seconda tranche allora la normativa italiana prevede l'assegnazione tramite estrazione a sorte. Inoltre nella tranche retail possono essere previste assegnazioni di azioni a titolo gratuito ogni 10 o 20 azioni a quegli investitori che dopo, almeno, un anno dall'offerta pubblica abbiano mantenuto l'intero pacchetto ottenuto nella stessa.

In presenza di *oversubscription*, inoltre, il global coordinator ha la facoltà di *over-allotment option* tramite la quale può consegnare agli investitori istituzionali più azioni di quelle dichiarate (per un massimo del 10/15% delle azioni totali offerte).

Tali azioni eccedenti sono messe a disposizione tramite un contratto di stock lending (prestito) della durata di trenta giorni.

In questo caso è anche concessa, a titolo gratuito, al global coordinator un'opzione detta greenshoe che permette a quest'ultimo di acquistare a prezzo di collocamento i titoli oggetto dell'over-allotment.

L'opzione dovrà essere esercitata entro la scadenza del contratto di prestito, pena invalidità.

Le due situazioni possibili a questo punto saranno:

- Il prezzo del titolo scende al di sotto di quello di collocamento cosicché il global coordinator non eserciterà l'opzione in suo possesso ma andrà ad acquistare titoli sul mercato.

Alla scadenza dello stock lending restituirà i titoli.

- Il prezzo rimane stabilmente al di sopra di quello di collocamento allora il global coordinator andrà a restituire i titoli tramite l'esercizio dell'opzione.

“L'attività di sostegno alle quotazioni del titolo effettuata nei primi 30 giorni di negoziazione tramite il meccanismo dell'over-allotment è detta di stabilizzazione (*stabilization*). (Fabrizi, 2007)

È interessante concludere questo paragrafo con l'analisi delle funzioni aziendali che vengono interessate dal processo di IPO.

La prima è l'*Equity Capital Market (ECM)* preposta a delineare:

- La struttura dell'operazione
- Contribuisce a definire l'equity story societaria
- Organizza la due diligence
- Predisporre la valutazione

I costi dell'ECM sono solitamente molto elevati.

La seconda funzione aziendale è la *Equity Research Departed (ERD)*, preposta alla ricerca sul mercato azionario, agli equity research ed al supporto delle altre funzioni tramite la conoscenza dell'industria in cui si opera.

Secondo Kringman et al. (2001), tramite una ricerca svolta su di un campione di financial manager americani, una delle variabili fondamentali per la scelta dell'intermediario a cui affidare il processo di quotazione è la capacità di quest'ultimo di garantire copertura qualitativa e quantitativa in termini di ricerca sulla società.

La terza funzione è il *sales department*, preposta all'offerta dei titoli presso gli investitori.

La quarta è, infine, quella di *trading*. Essa deve agire tempestivamente, facendo in modo che il mercato si avvii regolarmente, in modo da gestire la stabilizzazione nel periodo post-quotazione.

2.4 IPO Underpricing

L'Underpricing è un “fenomeno tipico delle operazioni di OPV e IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione.” (www.borsaitaliana.it).

Lo studio del fenomeno risulta di fondamentale importanza per l'analisi delle operazioni di IPO. Da uno studio di Fabrizio&Samà (2001), realizzato per la Consob, sembra che le emittenti e gli underwriters sottostimino deliberatamente i titoli oggetto delle proprie emissioni.

Ciò sembra però andare a contrastare la convinzione, corretta e diffusa, che in una situazione in cui il mercato sia perfetto ed efficiente questi soggetti non dovrebbero voler "leave money on the table".

Dallo studio emerge anche che il primo a trattare la questione in maniera sistematica è stato Ibbotson (1975), il quale studiando circa 5000 IPO completate sul mercato USA tra il 1960 ed il 1982 ha calcolato un valor medio di 11,4%.

La tabella successiva presenta, invece, il numero delle quotazioni, il periodo di studio, la fonte dei dati ed il valore medio dell'underpricing su un campione di 45 paesi.

4.1 Underpricing medio per area geografica

Fonte: "Initial Public Offerings: International Insights", Pacific-Basin Finance Journal del 1994 ; vol. 2; pp.165-199 (seconda pubblicazione 200

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

Il livello del fenomeno può essere comunemente calcolato tramite il *first-day returns*, ovvero la variazione percentuale tra il prezzo di chiusura del primo giorno di contrattazione ed il prezzo di offerta.

Il grado di underpricing corrisponde, teoricamente, ad una perdita di capitale subita dalla società quotanda che non avrebbe subito qualora il titolo fosse stato prezzato correttamente in fase di offerta.

Per il calcolo H.M.K. Mok&Y.V. Huir (1998) ci forniscono una formulazione analitica:

$$PR_i = \frac{P_{i1}}{P_{i0}}.$$

Essi calcolano il grado di underpricing come rapporto tra il prezzo di chiusura dello stock i nel giorno di contrattazione 1 ed il prezzo di offerta.

Nel caso si volesse estendere il calcolo ad n IPOs allora la formulazione sarà la seguente:

$$APR_i = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{P_{i1}}{P_{i0}}$$

Al fine di tener conto degli effetti del mercato a livello globale, una misura alternativa del fenomeno è la *market-adjusted* IPO underpricing (MPR_i).

$$MAPR_i = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n MPR_i$$

La media ($MAPR_i$) risulta essere quindi:

$$\text{MPR}_i = \left(\frac{P_{i1}}{P_{i0}} - \frac{P_{m1}}{P_{m0}} \right)$$

In cui P_{m1} è il prezzo di chiusura di un indice di mercato (Nello specifico lo Shanghai A-share o lo Shanghai B-share) nel primo giorno di contrattazione dei nuovi titoli e il P_{m0} è il prezzo di chiusura dell'indice nell'ultimo giorno di contrattazione dei titoli.

Secondo Welch&Ritter (2002), dopo avere esaminato più di 6000 IPO completate tra il 1980 e il 2001 ed aver riscontrato un livello di underpricing del 18,8%, il fenomeno non può essere ricondotto solamente ad errori di valutazione del titolo.

In letteratura si sono andati a sviluppare vari filoni di teorie volte a spiegare il fenomeno, i più importanti sono quelli relativi a:

- Le asimmetrie informative
- Le teorie istituzionali
- L'assetto proprietario e il controllo
- Le teorie comportamentali

Il primo filone è il più stabile e rappresenta il punto di partenza di numerose teorie successivamente formulate.

Al suo interno sono presenti tutti quegli studi che presuppongono che una delle controparti (*emittente, underwriter e investitori*) abbia maggiori informazioni rispetto alle altre.

Le teorie più rappresentative sono la Winner's curse, le Information revelation theories, la Teoria del Principale-Agente e la Teoria della segnalazione.

La Maledizione del vincitore può essere sintetizzata dalla frase "*I won, but I wish I hadn't*" (Iannotta, 2011) ed è stata formulata da Rock nel 1986, partendo dal "The market for lemons" di Akerlof (1970).

Lo studioso focalizzava la sua attenzione sugli investitori, teorizzando che già al loro interno fossero presenti asimmetrie informative, ovvero che alcuni si trovassero in situazioni di vantaggio tramite le informazioni detenute.

Secondo Rock potevano verificarsi due eventualità, se l'IPO fosse stata underpriced allora la domanda sarebbe provenuta da entrambe le tipologie di investitori mentre in situazione di overpriced i più informati non avrebbero partecipato all'operazione.

Ciò potrebbe sembrare vantaggioso per i meno informati ma in realtà essi avrebbero ottenuto la totalità dei titoli solo nel caso in cui li avessero pagati più del loro valore effettivo mentre avrebbero ottenuto meno (o addirittura nulla) partecipando ad operazioni vantaggiose.

Partendo da questo contesto Rock descrisse il fenomeno dell'underpricing come uno strumento tramite cui la società quotanda può far sì che partecipino all'operazione entrambe le tipologie di investitori e sia conservata la liquidità del mercato.

L' Information revelation theories si basa sul presupposto che gli investitori abbiano un vantaggio informativo nei confronti dell'underwriter.

Ciò perché quest'ultimo non conosce appieno le opinioni che gli investitori hanno della società quotanda.

In questo contesto trova particolare importanza il processo di bookbuilding, descritto nel precedente paragrafo.

Secondo queste teorie nel caso in cui la divulgazione di un'informazione veritiera non sia incentivata con i dovuti meccanismi, allora nessun investitore otterrebbe vantaggio dal rivelarle anzi, la scelta potrebbe risultare controproducente.

Questo ovviamente perché si andrebbe a fissare un prezzo vicino a quello equo, in maniera vantaggiosa per la società quotanda, ma gli investitori andrebbero a pagare un prezzo superiore a quello che avrebbero sostenuto in caso di rivelazioni scorrette, ottenendo un minor profitto.

In questo contesto va a collocarsi una vera e propria sfida per il soggetto underwriter, il quale dovrà realizzare un sistema di incentivazione alla

rivelazione corretta delle valutazioni risultando anche vantaggioso per gli investitori.

Benveniste&Spindt (1989), Benveniste&Wilhelm (1990) e Spatt&Srivastava (1991) hanno cercato di risolvere, attraverso i loro studi, questi problemi.

Essi andarono a verificare come le società in fase di determinazione del prezzo di offerta andassero volutamente a sottovalutare i titoli per indurre gli investitori a rivelare correttamente le loro valutazioni.

I soggetti underwriter, successivamente, avrebbero potuto favorire i più informati andando ad allocare ampi quantitativi di titoli a quest'ultimi.

Ciò ovviamente vale nel caso in cui l'underwriter goda di grande libertà in fase allocativa, se egli venisse vincolato ad assegnare un quantitativo predeterminato al segmento retail si andrebbe a vanificare la strategia aziendale.

Benveniste&Wilhelm (1990) andarono oltre e cercarono di verificare come questa teoria potesse essere collegata con quella di Rock (1986).

Secondo gli studiosi il c.d. *truth telling*, facendo rivelare le valutazioni dei più informati, avrebbe ridotto l'asimmetria informativa e, di conseguenza, la portata della Winner's curse.

Il modello Principale-Agente trova applicazione in tutti quei casi in cui si viene a creare un rapporto di delega, in cui un Agente agisce per conto di un Principale.

Nel caso specifico le due parti saranno rappresentate da l'*issuer* e l'*underwriter*, tra i quali intercorrerà un'asimmetria informativa.

Dagli studi di Baron&Holmström (1980) e Baron (1982) è emerso che molte banche di investimento svolgendo il ruolo di underwriter si trovavano a fronteggiare una situazione di *Moral Hazard* (azzardo morale).

L'underpricing viene quindi utilizzato come uno "sconto compensativo" per la banca di investimento coinvolta, in un'attenta attività di rent-seeking.

Nonostante rimanga innegabile che se la miglior scelta sarebbe quella di prezzare correttamente l'operazione, è risultato evidente che per il soggetto underwriter i vantaggi derivanti dall'underpricing della stessa superano enormemente gli svantaggi.

In tal senso si venne anche a creare due fenomeni di rilievo:

- Il primo è quello relativo ai *side payments* da parte di ipotetici azionisti nei confronti dell'underwriter per ottenere l'allocazione degli strumenti offerti.
- Il secondo, come esaminato da Ljungqvist (2007) riguarda lo spinning tramite il quale l'underwriter, sfruttando la propria libertà in fase allocativa, andava ad assegnare i titoli in maniera privilegiata a soggetti chiave, *executives*, di realtà aziendali strategiche per lo stesso nella speranza che nel caso questi avessero dovuto effettuare un'attività di investimento si sarebbero rivolti a lui.

In tale contesto Baron (1982) spiega come debba essere redatto un contratto Principale-Agente che faccia perno su uno schema di incentivi e, in particolare, propose un modello in cui fosse la banca a prendere la *pricing decision*, intesa sia come IPO price che come underwriting spread, scegliendo però tra una serie di combinazioni proposte dall'emittente.

La *Signalling Theories* può essere ricondotta, anche se successivamente ampliata, agli studi di Ibbotson (1975) il quale definì l'underpricing di propri titoli potesse essere un elemento strategico per il c.d. "*leave a good taste in investors's mouths*".

Tra questa e le teorie precedentemente esposte viene a crearsi una notevole differenza, infatti essa si basa sull'assunto che la parte maggiormente informata sia la società emittente.

Essa sarà quindi disposta a sotto-prezzare i propri titoli solamente qualora abbia la certezza di ottenere, in futuro, un trend crescente che gli permetta di generare ampi profitti.

Il secondo filone, quello delle *Teorie Istituzionali* è il meno sviluppato e quello che trova meno applicazioni nella realtà.

Al loro interno l'underpricing è visto come un "male necessario" al quale devono sottostare le società quotande per poter evitare cause legali o altri costi connessi.

Il terzo filone tratta le Teorie sull'assetto proprietario e sul controllo, andando a sviluppare nello specifico il processo che porta, in fase di IPO, alla separazione tra proprietà e controllo.

L'altro filone che merita di essere trattato è quello delle *Teorie Comportamentali*, esso è il più recente tra i quattro e sta trovando sempre maggior sviluppo andando a minare l'assunto fondamentale delle teorie precedenti: la razionalità dei soggetti partecipanti.

Tra le teorie comportamentali si ricordano:

- L'Information Cascades
- L'Investor Sentiment
- La Mental Accounting Theory

2.5 Conclusioni

Il capitolo ha analizzato le IPO dal punto di vista teorico, partendo nel primo paragrafo con una definizione generale e una spiegazione delle ragioni che spingono l'azienda e l'azionariato a propendere per il *going public*.

È stato messo in evidenza come questa possa essere una decisione complessa la cui efficacia può essere influenzata dalla scelta del mercato di quotazione (nazionale vs estero). Successivamente è stato descritto il mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana S.p.A. e si è concluso con la descrizione dei soggetti a cui l'offerta può potenzialmente rivolgersi e l'oggetto della stessa.

Nel secondo paragrafo sono stati descritti tutti i soggetti rilevanti per l'operazione di IPO e le funzioni da essi svolte nella stessa, evidenziando le diverse fasi del processo e le funzioni degli intermediari finanziari che vengono sollecitate dall'IPO.

Nell'ultimo paragrafo è stata trattato nello specifico il problema dell'IPO underpricing fornendone una definizione generale, descrivendo un modello analitico di calcolo e presentando le varie teorie preposte alla spiegazione dello stesso.

CAPITOLO 3: Le IPO nel settore automobilistico

3.1 Introduzione

Il settore automobilistico è da sempre uno dei settori trainanti e fondamentali delle principali economie mondiali. Come risulta dalle ricerche svolte da Findomestic (2015) e da UnionCamere (2015), promossa dalla 10a Commissione Industria, Commercio, Turismo del Senato della Repubblica, il mercato automotive sta attraversando un periodo di crescita destinato a perdurare.

Con la crescita del settore e lo sviluppo di mercati sempre più globali si è verificato un inasprimento della concorrenza al quale le imprese hanno risposto in vari modi.

Alcuni gruppi, come FCA e Volkswagen, hanno implementato le proprie dimensioni e la copertura del mercato tramite numerose acquisizioni, cessioni e strategie aggressive di differenziazione e diversificazione dei prodotti offerti.

La concorrenza sempre più forte ha fatto sì che le imprese automobilistiche avessero bisogno di capitali sempre maggiori per competere sul mercato, molte hanno optato per la raccolta di capitali sui mercati finanziari, tramite IPO.

Nel capitolo verrà svolta un'analisi dettagliata delle IPO nel settore automotive con particolare attenzione alle caratteristiche, alle dimensioni e all'evoluzione storica nel periodo tra il 1997 il 2016.

Nel primo paragrafo sarà effettuata un'analisi del mercato automobilistico e ne sarà evidenziato il trend futuro.

Il secondo paragrafo si soffermerà, in primo luogo, sul trend seguito dal fenomeno, a livello aggregato, nell'arco temporale preso in esame evidenziandone gli anni di maggiore e minore espansione. In secondo luogo sarà affrontata la distribuzione che il fenomeno ha avuto nei vari mercati mondiali mettendo in luce in quali Paesi le imprese hanno preferito realizzare l'operazione. Successivamente verranno presi in considerazione alcuni degli stati più importanti dal punto di vista economico (Germania, USA, Cina) presentando dei casi specifici relativi agli anni con maggiori IPO.

Il terzo paragrafo presenta le variabili rilevanti per l'analisi del mercato IPO, con particolare attenzione alle caratteristiche ed ai metodi di calcolo. Verranno analizzate in particolare il Deal value, l'Earnings per Share (EPS) e l'EBITDA.

Il quarto paragrafo si soffermerà sull'analisi delle caratteristiche e delle dimensioni delle IPO all'interno del settore automotive. Per ciascuna delle variabile verranno presentate delle statistiche descrittive del campione anno per anno e verranno evidenziate le differenze tra i best e i worst performer per ciascuna delle variabili indagate.

3.2 Trend attuale e futuro del settore automobilistico

Il mercato automobilistico ha da sempre rappresentato un comparto rilevante per le economie avanzate sia in termini di occupazione che di attivazione di domanda. Esso è caratterizzato da un'alta intensità di capitale, grandi investimenti in ricerca e sviluppo ed un alto tasso di innovazione. Nonostante la grande crisi del 2007-2008, contrariamente a quanto generalmente ritenuto, il settore continua a rivestire un ruolo da protagonista nell'economia globale, soprattutto se si considerano gli effetti indiretti, ovvero quelli che si

estrinsecano tramite gli acquisti rivolti alle altre imprese della filiera (tabella 3.2.1).

3.2.1 Produzione di autovetture: principali produttori e Italia

Fonte: elaborazione su dati OICA

	2013		Diff. 2013-2005 (p.p.)
	Valori assoluti	Quote %	
Cina	17.928.858	28,6	19,8
Stati Uniti	7.585.867	12,1	-4,8
Giappone	4.562.282	7,3	-3,2
Germania	2.952.431	4,7	-2,6
Brasile	2.763.718	4,4	1,4
Russia	2.597.720	4,1	0,8
India	2.553.979	4,1	1,6
Regno Unito	2.264.737	3,6	-1,8
Francia	1.790.473	2,9	-1,8
Italia	1.303.534	2,1	-2,9
Corea del Sud	1.243.868	2,0	-0,1
Indonesia	870.927	1,4	0,6
Canada	754.952	1,2	-0,7
Tailandia	724.346	1,2	0,8
Spagna	722.703	1,2	-2,2
Totale paesi	50.620.395	80,8	4,8
Mondo	62.644.460	100,0	

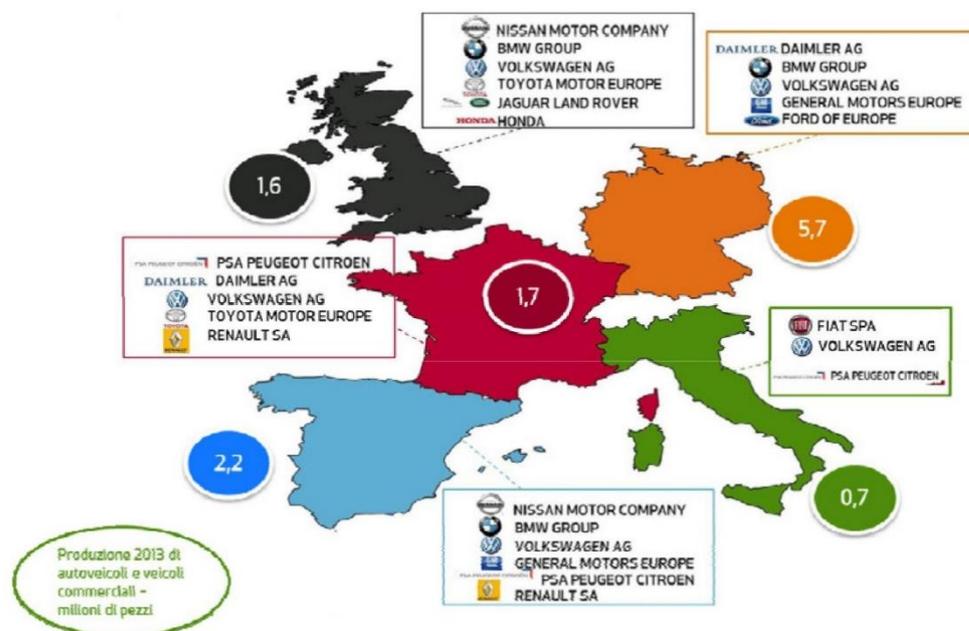
Dai dati rilevati da Findomestic (2015) e da UnionCamere (2015) risulta evidente il peso rilevante del settore all'interno delle economie occidentali: la fase industriale, considerandone gli effetti diretti ed indiretti, ha un peso sul PIL nazionale che varia dall'1,7% della Francia al 9,2% in Germania. La fase distributiva invece varia dall'1,9% della Spagna al 3,3% del Regno Unito.

In Italia la fase industriale genera circa 28 miliardi di euro di valore aggiunto e impiega oltre 500 mila occupati, contribuendo alla formazione del 2% del PIL.

La fase distributiva produce valore per circa 40 miliardi di euro e sostiene oltre 700 mila occupati (Grafico 3.2.2).

3.2.2 I principali gruppi che possiedono stabilimenti per la fabbricazione di automobili nei paesi occidentali.

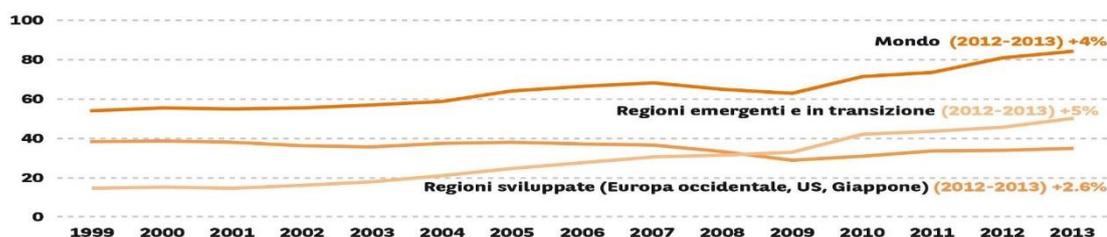
Fonte: elaborazione su dati ACEA



L'andamento dei ricavi dei gruppi automobilistici, negli anni recenti, ha risentito del perimetro di consolidamento dei gruppi e delle relative operazioni di M&A. In particolare FCA e Volkswagen sono state le aziende che più hanno modificato il proprio perimetro di attività. Fiat ha prima scorporato le attività di Fiat Industrial e poi iniziato a consolidare Chrysler nel 2011, con un ulteriore aumento di quota del 5% nel 2012, che va a spiegare la crescita dei ricavi nel biennio 2011/2012 (Grafico 3.2.3).

3.2.3 Vendite mondiali di auto nuove tra il 1999 e il 2013.

Fonte: BIPE secondo OICA e federazioni produttori



Il settore, nei prossimi anni, sarà caratterizzato da una progressiva e costante crescita sia del livello di produzione che dei fatturati. La domanda di mercato verrà trainata dai mercati emergenti; in particolare in Cina in cui le migliori aspettative di crescita coinvolgono le città minori (lower-tier cities), caratterizzate da una crescente urbanizzazione e da problemi di congestione inferiori a quelli delle grandi metropoli. La produzione seguirà lo stesso trend, crescendo a livello globale.

Il mercato dell'auto, già prima della grande crisi, aveva sperimentato una crescita importante delle economie emergenti.

La crisi del 2007-2008, infatti, a differenza di quanto successo per i mercati occidentali, non si è tradotta in un calo delle vendite sui mercati in via di sviluppo. Le vendite dei veicoli in queste regioni hanno un ritmo di crescita superiore a quello del mercato globale; infatti, i mercati automobilistici sono aumentati del +5% nel 2013 rispetto al 2012, quando hanno registrato “solo” il +4% di crescita a livello mondiale (Tabella 3.2.4).

3.2.4 Automobili ogni 1000 abitanti

Fonte: BIPE secondo OICA, federazioni produttori, ONU, stime BIPE.



Nonostante tali dinamiche, il tasso di motorizzazione, ossia il numero di auto per abitante, resta ancora molto basso nei nuovi mercati: l'India di posiziona attorno alle 14 auto per 1000 abitanti, la Cina è pari a circa 60 mentre i dati delle principali economie europee fanno registrare dati superiori alle 400 auto per 1000 abitanti. Ciò lascia immaginare che per gli anni a venire esistano ulteriori possibilità di espansione della domanda nelle economie emergenti. Anzi l'evoluzione prospettica della domanda nei nuovi mercati rimane secondo alcuni il principale driver di crescita per il prossimo decennio.

La Cina vedrà crescere il proprio tasso di motorizzazione per 1.000 abitanti nell'ordine del 13% annuo! Con la comparsa di un mercato di seconda mano e l'emergere di una classe media al centro del paese, il prodotto auto ha tutte le carte in regola per proliferare tra la popolazione cinese.

L'Italia, con 675 vetture per 1.000 abitanti, è il paese Europeo che ha fatto registrare il maggior dato: l'auto fa parte integrante della "cultura" e i giovani italiani non esitano a rimanere più a lungo in famiglia per affrancarsi dal

vincolo finanziario dell'alloggio ed essere quindi in grado di acquistare un'auto.

3.3 L'evoluzione storica delle IPO nel settore

Dal 1997 al Gennaio 2016 sul mercato sono state completate 238 IPO nel mercato Automotive, circa l'1% del totale delle operazioni realizzate sul mercato mondiale (27916). Analizzandone l'evoluzione storica, anno per anno, si può notare un andamento tendenzialmente crescente caratterizzato però da una forte variabilità periodale (Grafico 3.2.1).

Nell'arco temporale preso in esame la prima IPO è stata completata il 10 Gennaio 1997 da Toad Group PLC sulla borsa inglese e, nello stesso anno, altre quattro società ne hanno seguito la scelta. L'anno successivo le quotazioni sono quasi raddoppiate raggiungendo quota nove. Tra il 1999 ed il 2001 il fenomeno ha subito un'importante riduzione e solo quattro società hanno deciso di intraprendere questa strada.

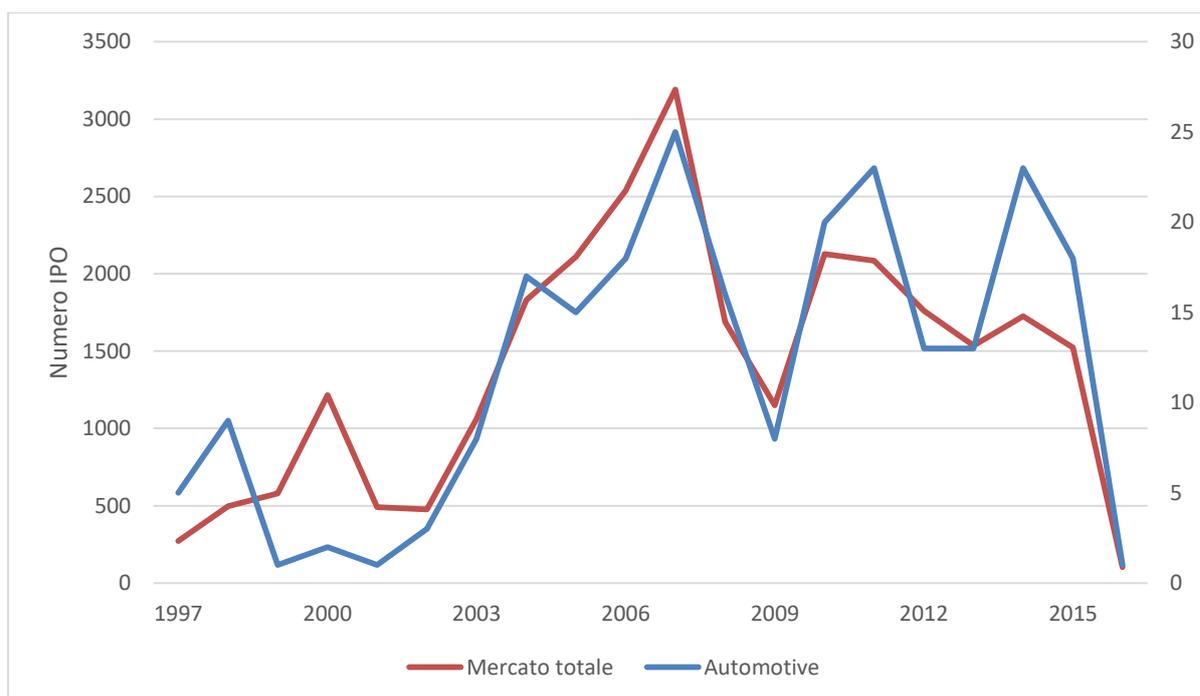
La crescita è successivamente ripresa a partire dal 2002 fino a raggiungere il valore massimo, mai più registrato, nel 2007. Tale anno ha visto protagoniste di IPO ben venticinque società del settore la prima delle quali è stata la Lumax Auto Technologies LTD la cui operazione, realizzata sul mercato indiano, fu completata il 16 Gennaio.

Negli anni 2008 e 2009 vi è stata una progressiva riduzione del numero di nuove imprese di nuova quotazione facendo registrare rispettivamente sedici e otto operazioni. Un nuovo boom di quotazioni si è registrato tra il 2010 ed il 2011 con 43 quotazioni totali. Tra esse si può ricordare la società Tesla Motors, ritenuta attualmente la più innovativa al mondo, che decise di quotarsi sul NASDAQ. Nel biennio 2012/2013 il fenomeno ha subito un nuovo rallentamento e le IPO nel settore furono tredici per anno e la crescita

è ripresa nel 2014 con ben ventitré quotazioni completate e nel 2015 il dato è stato in leggero calo, con solo diciotto quotazioni.

Ad oggi, nel 2016, è stata completata una sola IPO, quella della start-up americana Elio Motors sul mercato USA.

3.3.1 Grafico dell'evoluzione storica IPO



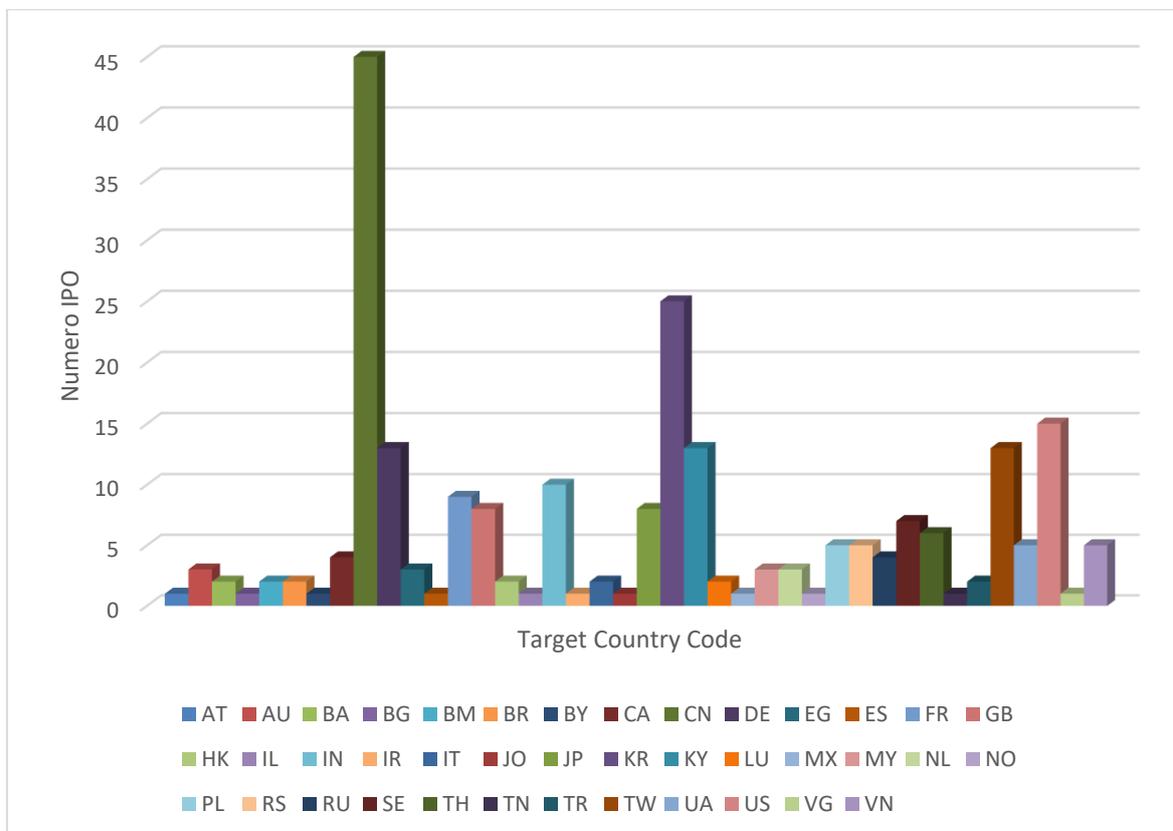
Tra il 1997 ed il 2016 le offerte pubbliche iniziali delle società del mercato automotive sono state eseguite sui mercati di tutto il mondo ma, come prevedibile, non in maniera uniforme (Grafico 3.2.2).

Iniziando l'analisi con i paesi europei, quello nel cui mercato sono state completate più IPO, risulta essere la Germania (DE) con tredici. I due altri mercati principali sono la Francia (FR) ed il Regno Unito (GB) con, rispettivamente, nove ed otto quotazioni. Ben lontani dai precedenti sono il mercato italiano (due IPO) e spagnolo (una sola IPO).

Di gran lunga superiori a livello quantitativo sono risultati essere alcuni mercati asiatici. Tra essi spiccano quello della Corea del Sud (KR), sul quale sono state completate venticinque operazioni di quotazione iniziale, quello del Taiwan (TW), con tredici e quello del Giappone (JP), fermo ad otto. Infine, nel mercato Cinese (CN) ne sono state completate ben quarantacinque, più che in qualunque altro mercato e ben tre volte quelle del mercato USA (quindici).

Un caso particolarmente interessante sono, poi, le isole Cayman (KY), nel cui mercato vi sono state ben tredici quotazioni e la rilevanza di tale piazza per la quotazione delle nuove imprese e da ricondursi principalmente ai vantaggi fiscali offerti dal Paese.

3.3.2 Distribuzione IPO per mercato di quotazione (1997-2016)

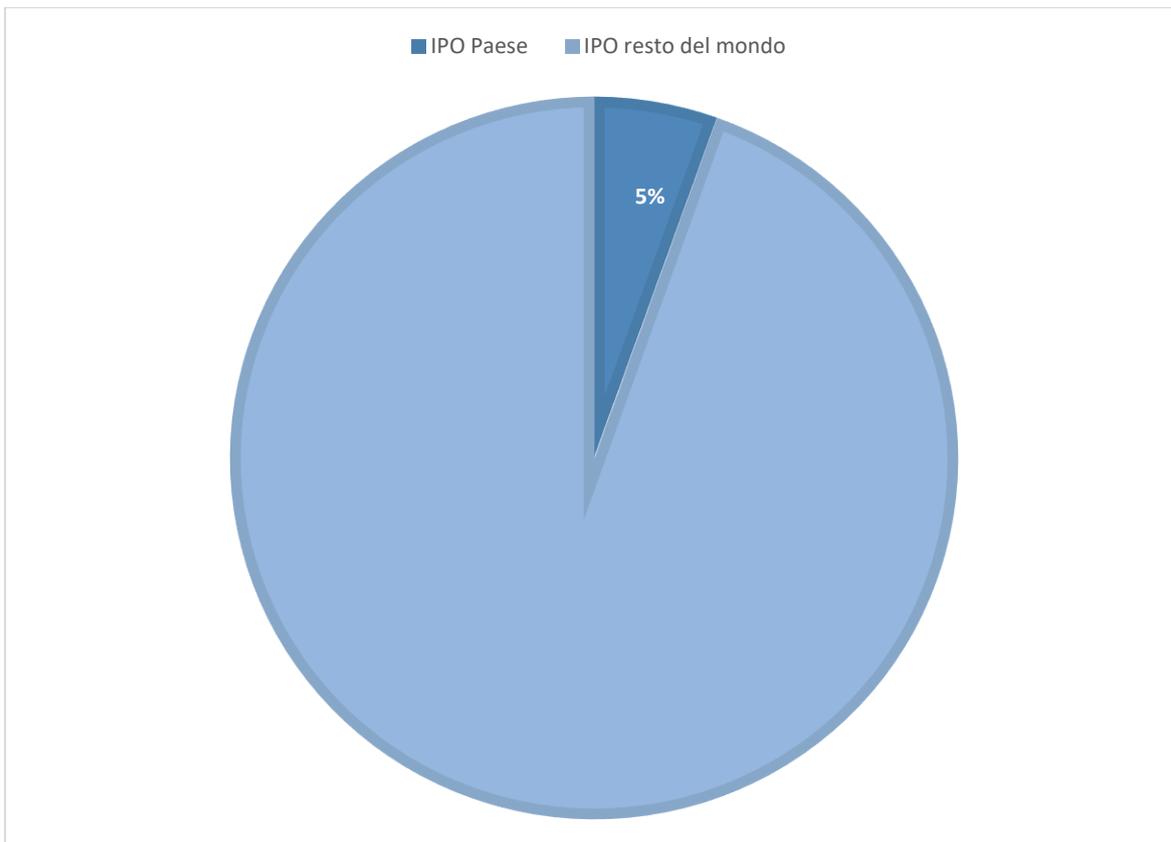


Verranno, di seguito, studiati in maniera approfondita i casi di Stati Uniti, Cina e Germania e l'andamento del fenomeno nei rispettivi mercati.

3.3.1 Il caso della Germania

Nella Borsa di Tedesca, dal 1997 al 2016, sono state completate tredici IPO da società del settore automotive e rappresentano circa il 5% di tutte quelle eseguite a livello aggregato.

3.3.3 IPO nel mercato Tedesco (1997/2016)



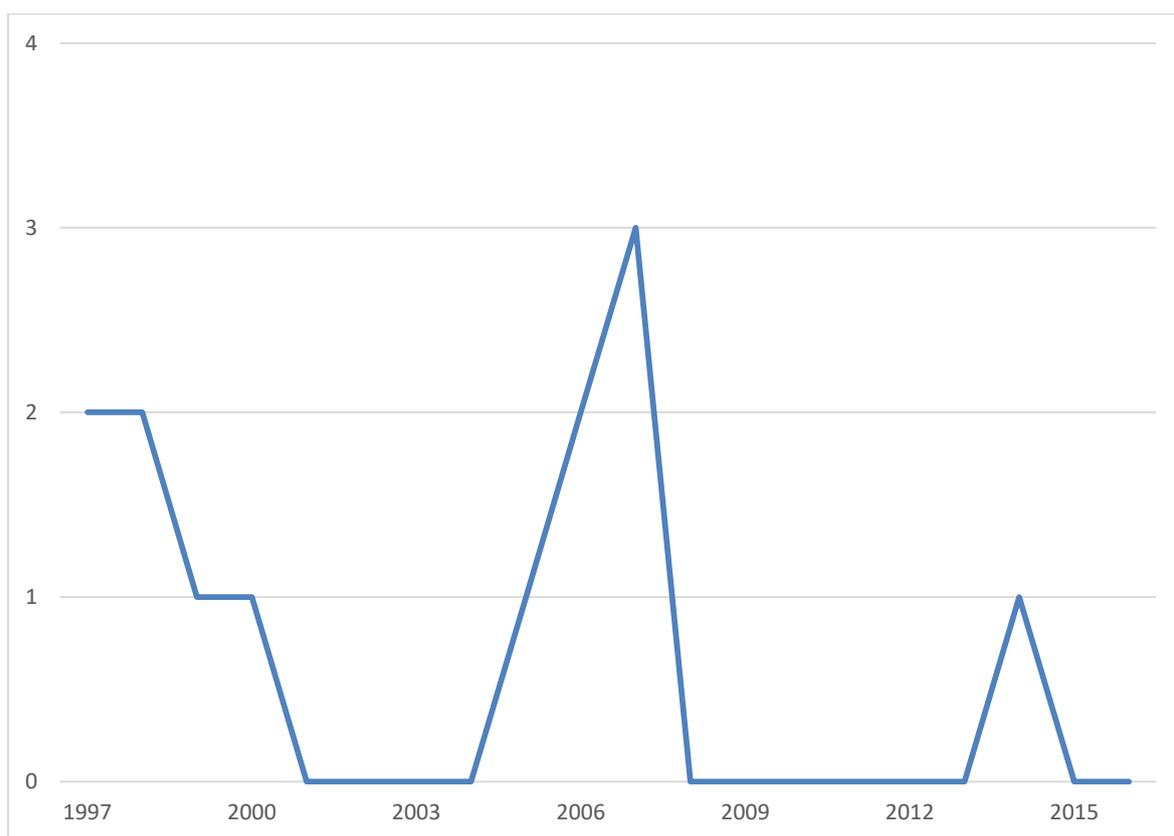
La prima impresa che ha deciso di quotarsi sul mercato del paese è stata la Sachsenring Automobiltechnik AG, la cui realizzazione avvenne il 2 Ottobre 1997. Quattordici giorni dopo il mercato tedesco vide portare a completamento un'altra IPO, quella di Beru AG. L'anno successivo altre due società, la Wet Automotive Systems AG e la Kässbohrer Geländefahrzeug AG, decisero di realizzare le loro offerte pubbliche iniziali nel mercato tedesco.

Nel 1999 l'unica società a quotarsi nella borsa di Francoforte è stata l'Edscha AG il 31 Marzo, mentre il 29 Novembre del 2000 venne completata l'IPO di Paragon AG. In seguito, il mercato del paese non vide realizzarsi alcuna quotazione di imprese del mercato automotive fino al 17 Novembre del 2005,

data in cui è stata completata quella di Thielert AG. L'anno successivo fu la volta di Emqtec AG e di Citycom AG.

Coerentemente con il trend registrato nel settore a livello aggregato, il 2007 rappresenta poi, l'anno in cui il maggior numero di imprese ha deciso di ricorrere all'offerta pubblica iniziale sul mercato del paese. Le imprese in questione sono state la Twintec AG, la Purvia AG e la HWA AG. Dalla quotazione di quest'ultima, il 4 Dicembre 2007, bisognerà aspettare più di sette anni affinché si verifichi un'altra, nonché ultima, IPO di un'impresa del settore nella borsa di Francoforte.

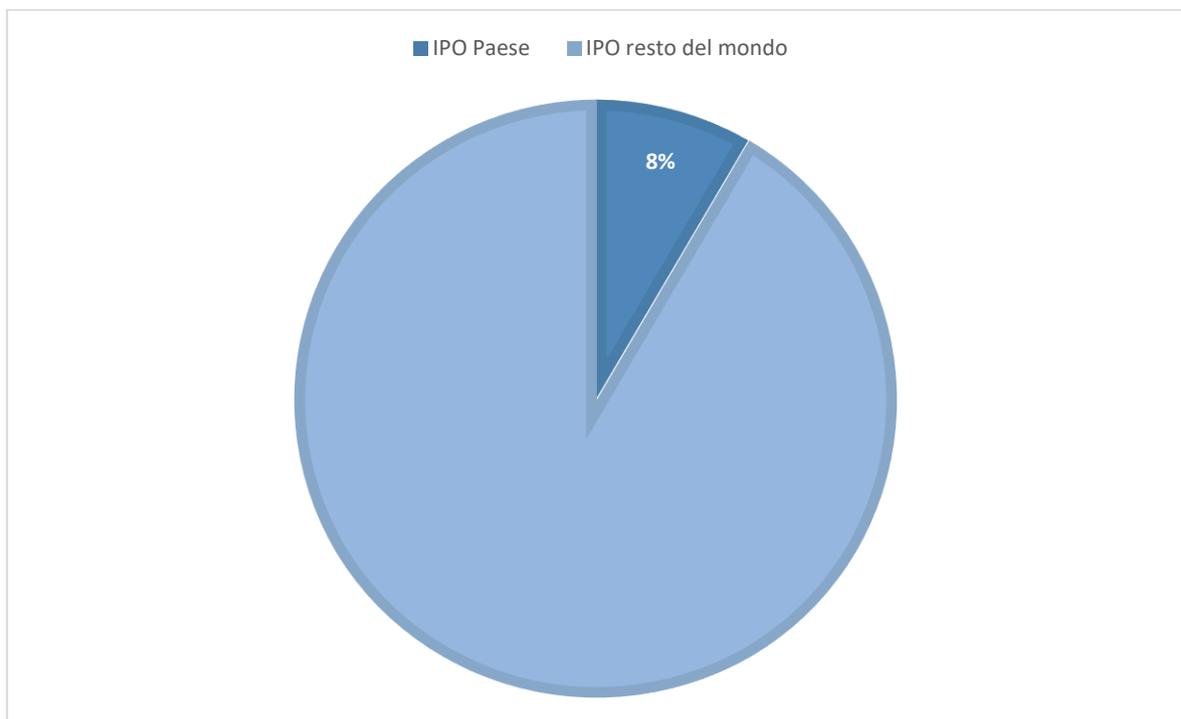
3.3.4 Evoluzione IPO nel mercato Tedesco



3.3.2 Il caso degli Stati Uniti d'America

Per quanto riguarda il mercato statunitense, nell'arco di tempo preso in esame sono state completate più di tremila IPO di cui solamente quindici nel settore automotive ma esse rappresentano l'8% di quelle eseguite a livello mondiale.

3.3.5 IPO nel mercato Statunitense (1997/2016)



L'andamento del fenomeno sul mercato del paese ha avuto un andamento simile a quello riscontrato su quello tedesco, essendo anch'esso altalenante e caratterizzato da quotazioni concentrate in pochi anni.

La prima IPO del settore sul mercato tedesco è stata completata solamente il 4 Febbraio 2002 dalla Cycle Country Accessories Corporation. Per la successiva bisogna poi attendere circa due anni, quando il 3 Febbraio 2004 è stata portata a termine quella della TRW Automotive Holdings

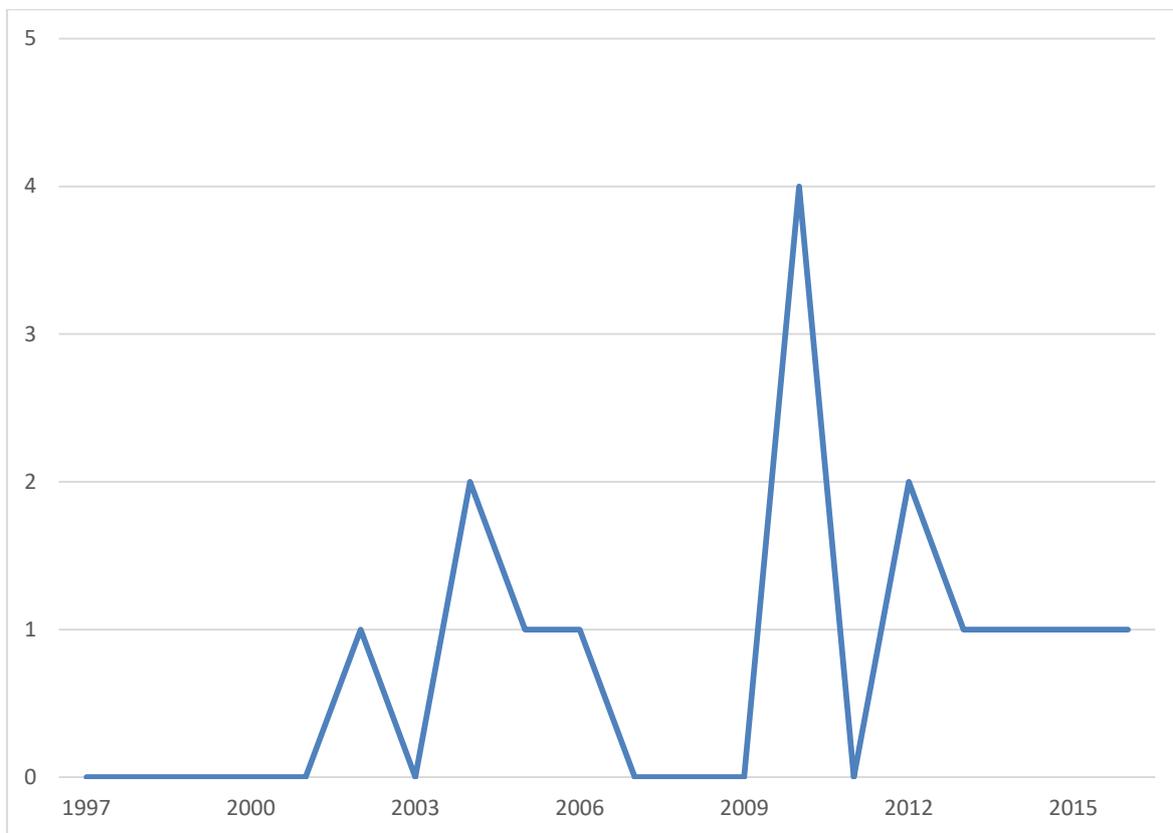
Corporation; nello stesso anno, circa sei mesi più tardi, anche la Commercial Vehicle Group INC ha visto la propria quotazione completarsi.

Nel biennio 2005/2006 il fenomeno trova un breve periodo di stabilizzazione in cui saranno realizzate le IPO della Accuride Corporation e della Marketing Worldwide Corporation. Nel periodo che intercorre tra il 2007 ed il 2010 nessuna impresa del settore ha deciso di finanziarsi ricorrendo al mercato dei titoli.

Il 2010 rappresenta l'anno della maggiore crescita delle IPO di imprese automotive sul NASDAQ e sul NYSE con ben quattro quotazioni portate a termine. Esse, in ordine cronologico, sono state realizzate da: Cooper-Standard Holdings Inc, Tesla Motors Inc, Tower International Inc e General Motors Company. La successiva è stata, poi, quella della Hyster-Yale Materials Handling INC nell'Ottobre 2012 sulla borsa di New York.

Negli anni che vanno dal 2013 al 2016 il fenomeno si è sostanzialmente stabilizzato su una sola IPO completata per anno; in questo periodo sono state portate a termine quelle di Ultimate Rack Inc, Metaldyne Performance Group Inc, New Remy Holdco Corporation ed Elio Motors Inc.

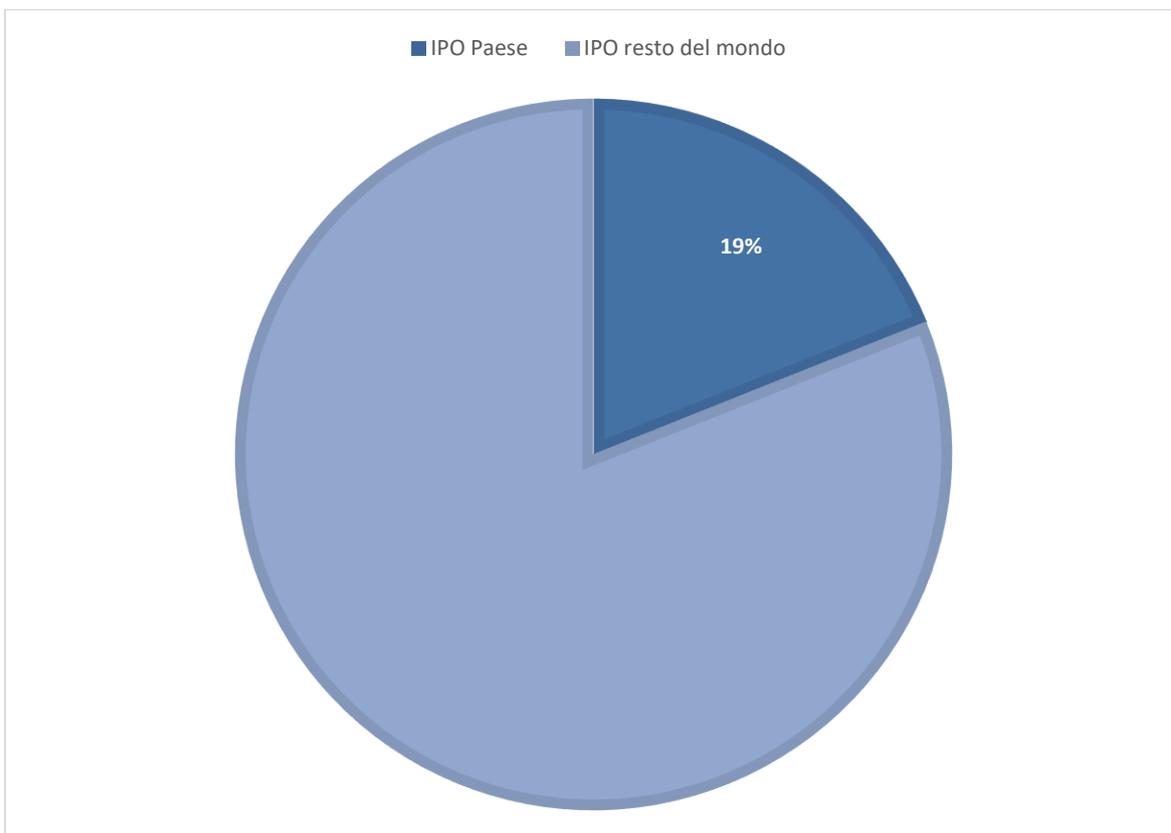
3.3.6 Evoluzione IPO nel mercato Statunitense



3.3.3 Il caso della Cina

Di particolare interesse è poi il mercato cinese, sul quale sono avvenute, dal 1997 al 2016, quarantacinque IPO di imprese automotive; rappresentando circa il 19% di tutte quelle del settore.

3.3.7 IPO nel mercato Cinese (1997/2016)



La prima a quotarsi sul mercato del paese è stata, il primo Aprile 2003, quella della Anhui Xingma Automobile Co. LTD. Essa è stata seguita, nel corso del medesimo anno, da altre tre imprese: la Lingyun Industrial Co. LTD, la Jiangxi Changli Automobile Spring Co., LTD e la Great Wall Automobile Holding Co. LTD. L'anno successivo il dato è cresciuto del 20% con ben sei IPO completate; tra esse vi sono la Hunan Changfeng Motors Co. LTD, la Ningbo Tongmuo New Materials Group Co. LTD e la Guangzhou Baolong Special Vehicle Co. LTD.

Nel 2005 le quotazioni di imprese del settore nel mercato cinese subirono una forte riduzione, facendo registrare solamente due quotazioni. Il dato si è mantenuto costante anche nel 2006, con la quotazione della Hejiang Shibao

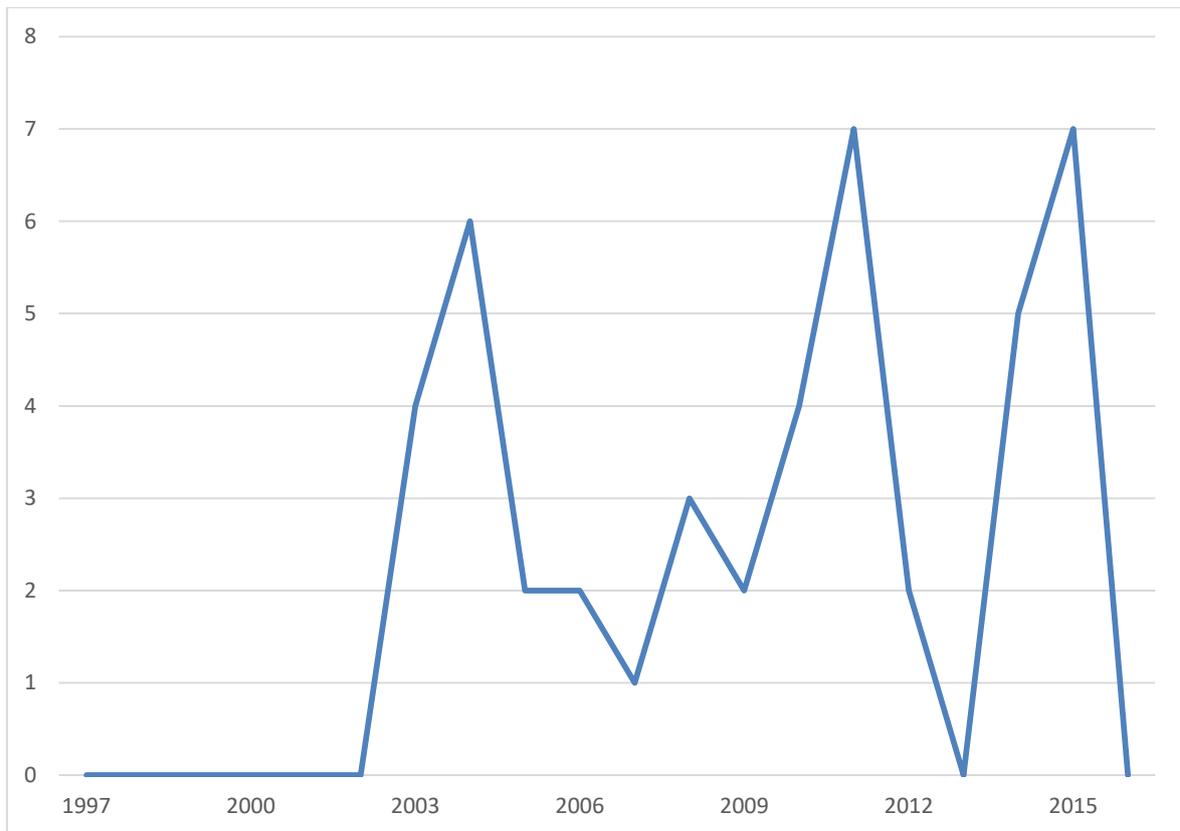
Co. LTD e della Zhejiang Wanfeng Auto Wheel Co. LTD, per poi subire un ulteriore diminuzione; il 21 Gennaio 2007 è stata, infatti, completata l'unica IPO di quell'anno da parte della Weihai Guangtai Airport Equipment Co. LTD.

Nel 2008 la Borsa cinese ha visto realizzarsi un nuovo incremento delle quotazioni delle imprese del settore, registrandone tre. In seguito, dopo un anno di leggero rallentamento, il numero delle IPO delle imprese automotive nel mercato del paese è tornato a crescere arrivando a quota quattro nel 2010; tra di esse ci sono quelle della Guangzhou Automobile Group Co. LTD e della Zhejiang Jingu Co. LTD. La crescita è continuata anche l'anno seguente facendo registrare il proprio massimo storico, ne sono state completate infatti ben sette tra cui quella della Beijing Wkw Automotive Parts Co. LTD.

Nel periodo che intercorre tra il 2011 ed il 2013 il numero delle quotazioni è stato caratterizzato da un forte decremento, toccando proprio quest'ultimo anno quota zero.

Dal 29 Gennaio 2014, con il completamento dell'IPO Della Zhejiang Yueling Co. LTD, il dato è tornato a crescere toccando quota dodici nel biennio e pareggiando il suo massimo storico nel 2015. Tra le quotazioni più importanti di quest'ultimo periodo si possono ricordare quella della Fujian Longma Environmental Sanitation Equipment Co. LTD nel Gennaio 2015 e della Ningbo Tuopu Group Co. LTD nel Marzo dello stesso anno.

3.3.8 Evoluzione IPO mercato Cinese



3.4 Variabili rilevanti per l'analisi del mercato IPO.

Le variabili prese in considerazione per l'analisi saranno l'Earnings per share, il deal value e l'EBITDA.

Gli Utili per azione (Earnings per share o EPS) rappresentano una misura di utile netto espressa in termini monetari con riferimento a ciascuna azione. L'EPS viene calcolato come gli utili che un'azienda ha generato parametrati al numero di azioni emesse dall'azienda stessa, secondo la formula:

$$\text{Earnings Per Share (EPS)} = \frac{\text{Net income}}{\text{Total Outstanding Shares}}$$

Essa presenta al numeratore il net income (valore degli utili) e standardizza tale misura per il numero di azioni ordinarie emesse. L'indice può essere costruito su dati consuntivi netti annuali, o dati trimestrali oppure su stime di redditività futuri (Bierman 1986). La letteratura è concorde nell'affermare l'esistenza di una relazione tra gli earnings per share e la frequenza delle IPO (i.a. Sahoo e Rajib, 2012; Krinsky e Rotenberg, 1989; Bartov et al., 2002). L'effetto delle IPO sugli EPS non si manifesta soltanto prima della quotazione ma solitamente perdura anche successivamente all'operazione (Ghicas et al, 2000).

Il Deal value rappresenta un ottimo indicatore per quanto riguarda l'analisi quantitativa delle IPO, rispecchiandone le dimensioni ed è calcolato come prodotto tra l'offer price ed il numero di azioni in circolazione al termine dell'operazione. Poulsen e Stegemoller (2008) propongono di calcolare tale grandezza come somma del prezzo pagato dall'acquirente per l'equity stake più il valore del debito netto della società, escludendo però commissioni e spese. Il debito verrà incluso nel Deal value in base alla quota acquisita e al tipo di società target.

L'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation) rappresenta una misura di margine operativo lordo basato solo sulla sua gestione caratteristica, quindi senza considerare gli interessi (gestione finanziaria), le imposte (gestione fiscale), i deprezzamento di beni e gli ammortamenti, permettendo di verificare, quindi, se la società realizza profitti positivi dalla gestione ordinaria (i.a. Luciano, 2003). L'EBITDA,

risulta utile anche per comparare i risultati di diverse aziende che operano in uno stesso settore attraverso i multipli comparati (utili in fase di decisione del prezzo in un'offerta pubblica iniziale). Zheng e Stangeland (2007) hanno evidenziato la correlazione tra questo fenomeno e l'aumento del fatturato e dell'EBITDA ma non dei guadagni. Tale indicatore può essere accostato al MOL (margine operativo lordo) ma con la differenza che il primo è calcolato utilizzando l'utile prima di ammortamenti, accantonamenti, oneri e proventi finanziari, straordinari e imposte mentre l'EBITDA rappresenta semplicemente l'utile prima degli interessi passivi, imposte, svalutazioni e ammortamenti su beni materiali e immateriali.

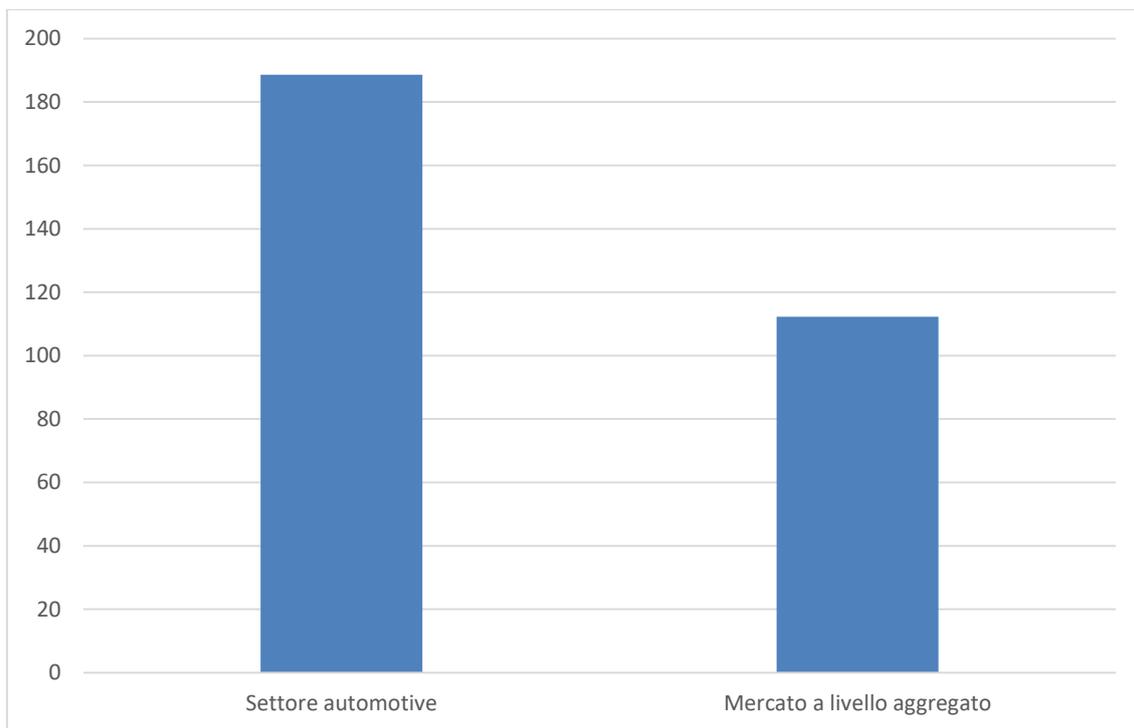
3.5 Dimensione e caratteristiche delle IPO.

Le IPO del settore verranno analizzate, per le variabili succitate, in base ai valori massimi e minimi raggiunti, alla media ed a indici di variabilità quali la varianza e lo scarto quadratico medio.

Per quanto riguarda il deal value raggiunto dalle varie operazioni delle imprese del settore automotive, dallo studio dei dati è emerso che l'IPO che ha fatto registrare il valore più alto è stata quella della General Motors con 14873,59 Mil euro.

La Baic Motor Company LTD, quotata sulla borsa cinese nel 2014, con un dato pari a 1162,82 occupa il secondo posto. Viceversa, le imprese con i deal value più bassi sono risultate essere la Ultimate Rack e la Gaussin. Infine, confrontando il dato medio fatto registrare dal mercato aggregato con quello del settore, quest'ultimo è risultato essere superiore con un valore di 188,65 Mil euro contro 112,31 Mil euro.

3.5.1 Deal value medio (1997/2016)

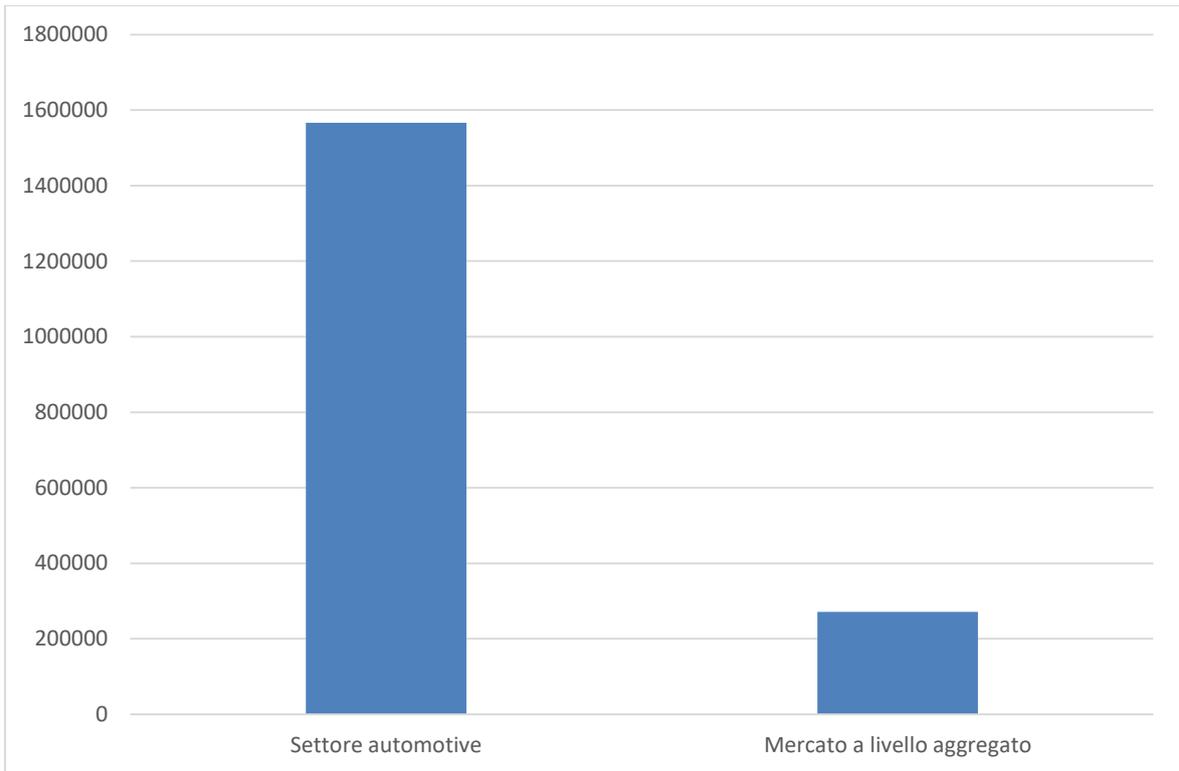


Da come si evince dai grafici 3.4.2 e 3.4.3 i valori dei Deal value delle IPO completate dalle imprese automotive hanno fatto registrare valori molto volatili. Nel settore sono state effettuate operazioni con valori di vario genere, con valori molto alti o molto bassi, facendo registrare in questo modo un indice di dispersione intorno alla media molto elevato.

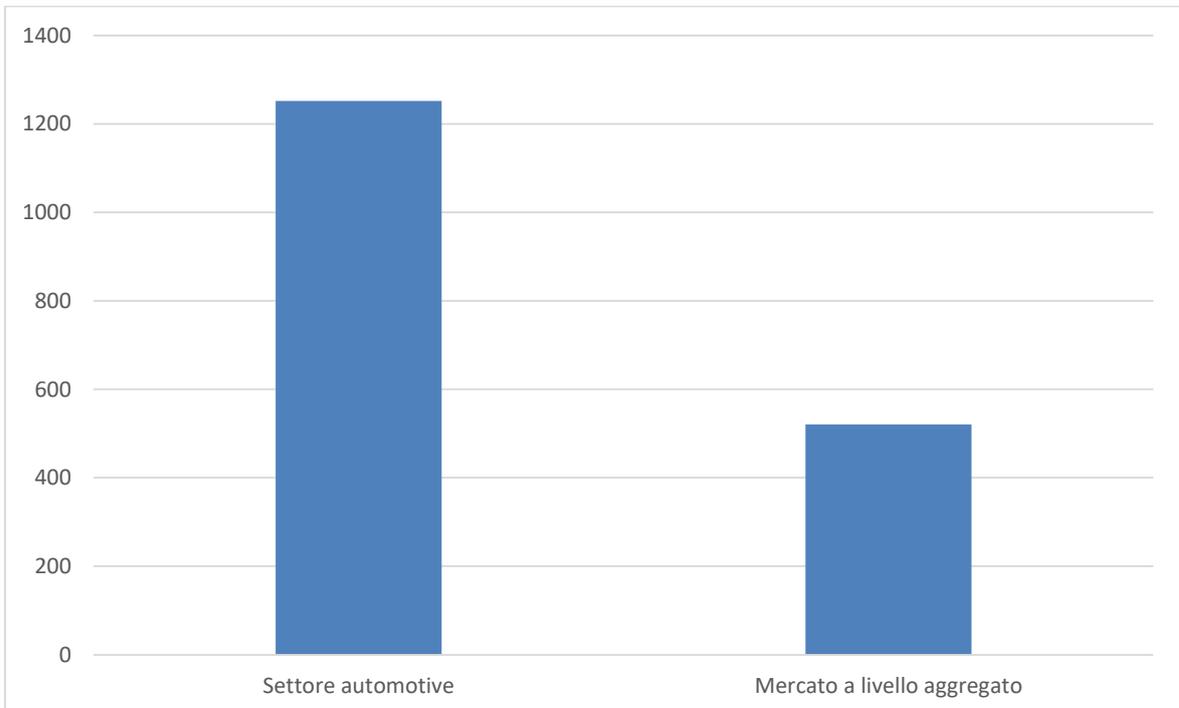
Il mercato a livello aggregato, di contro, presenta una variabilità dei deal value delle operazioni molto contenuta. Confrontando le varianze, esse risultano essere rispettivamente 1566761 e 270981.

Di conseguenza, anche i dati relativi agli scarti quadratici medi si discostano significativamente tra loro, attestando intorno a 1251 e 520.

3.5.2 Varianza Deal value



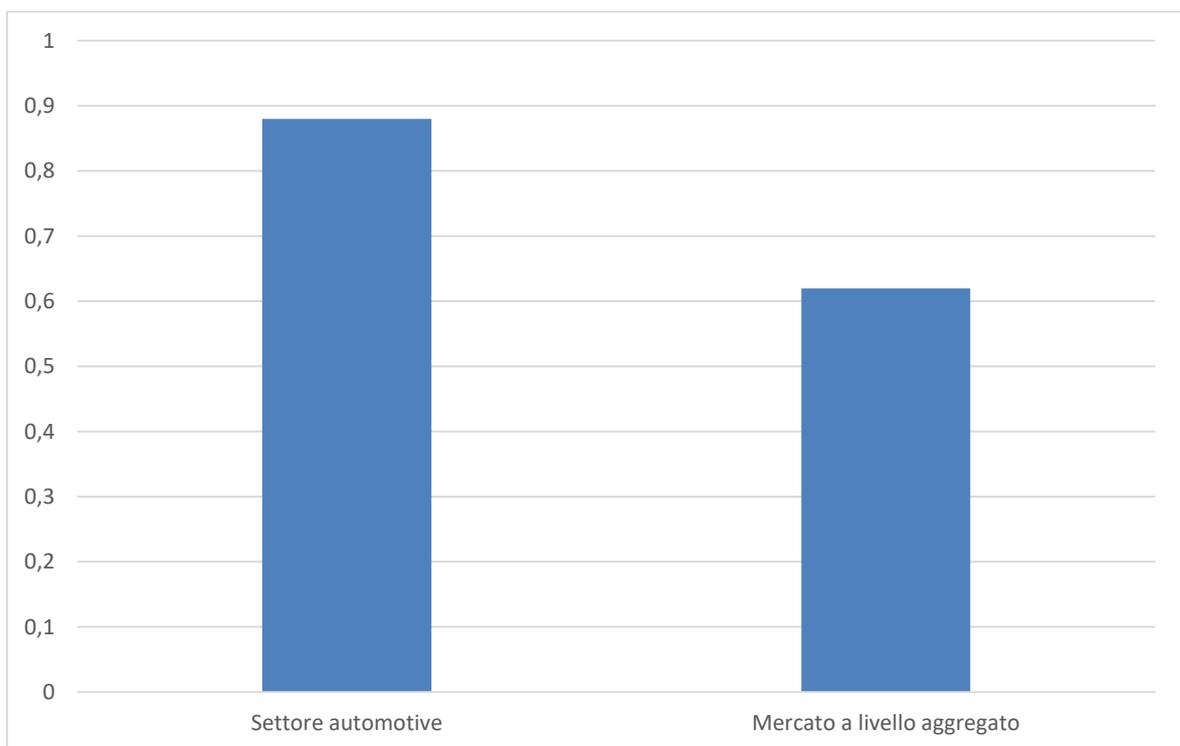
3.5.3 Scarto quadratico medio Deal value



Lo studio seguente sarà rivolto alla stima dell'EPS futuro, in euro, delle imprese automotive quotate negli ultimi diciannove anni. In tal senso l'impresa che ha ottenuto il miglior dato è stata la Mando Corporation, quotata il 6 Ottobre 2014 sulla Borsa sud coreana, facendo prevedere un valore di 11,10 euro di utili per azione. Inoltre, la seconda è risultata essere la Hyundai Wia Corporation, quotata nel medesimo mercato, con un valore atteso di 9,61 euro.

Dal lato opposto, le due imprese con il peggio dato previsto sono la Tesla Motors Inc. e la Gaussin, con valori rispettivamente di -1 e -0,36 euro. Il settore, nel periodo esaminato, è stato caratterizzato da un EPS medio pari a 0,88 euro di utili per azione, dato abbastanza simile a quello del mercato a livello aggregato (0,62 euro).

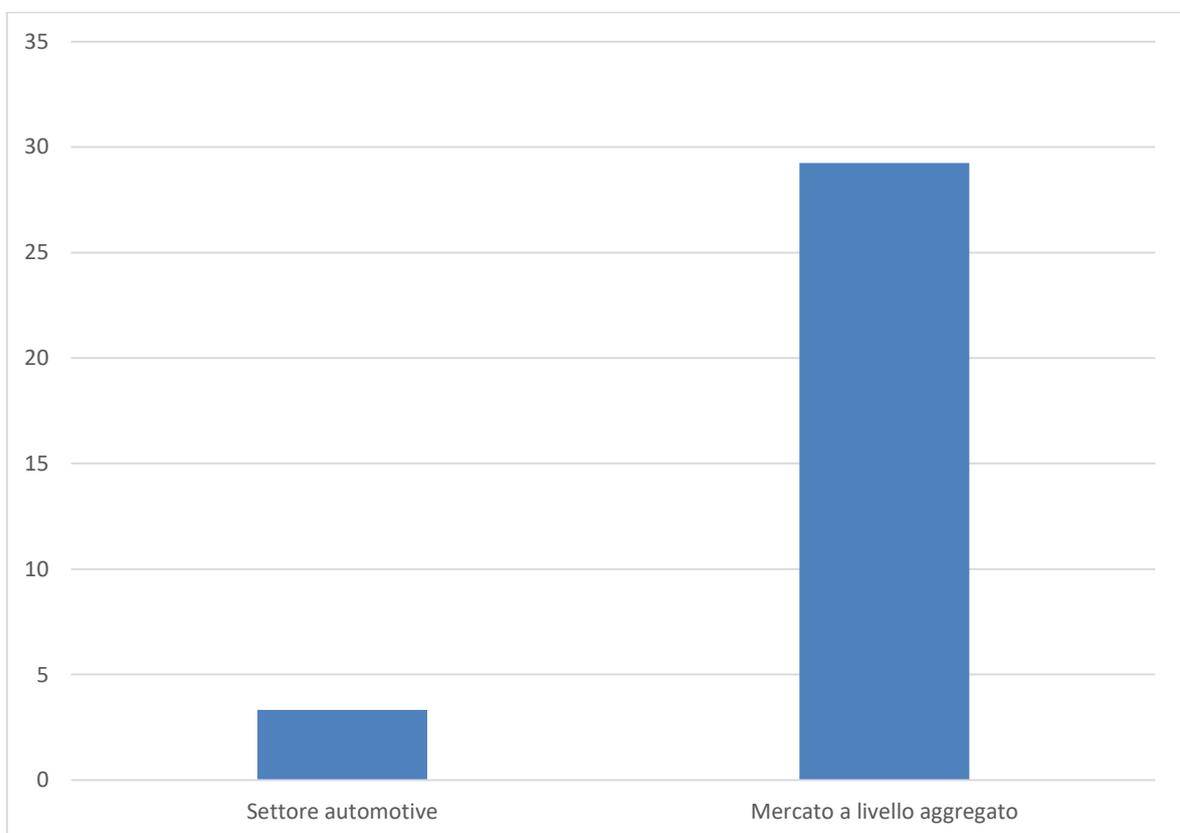
3.5.4 EPS medio (1997/2016)



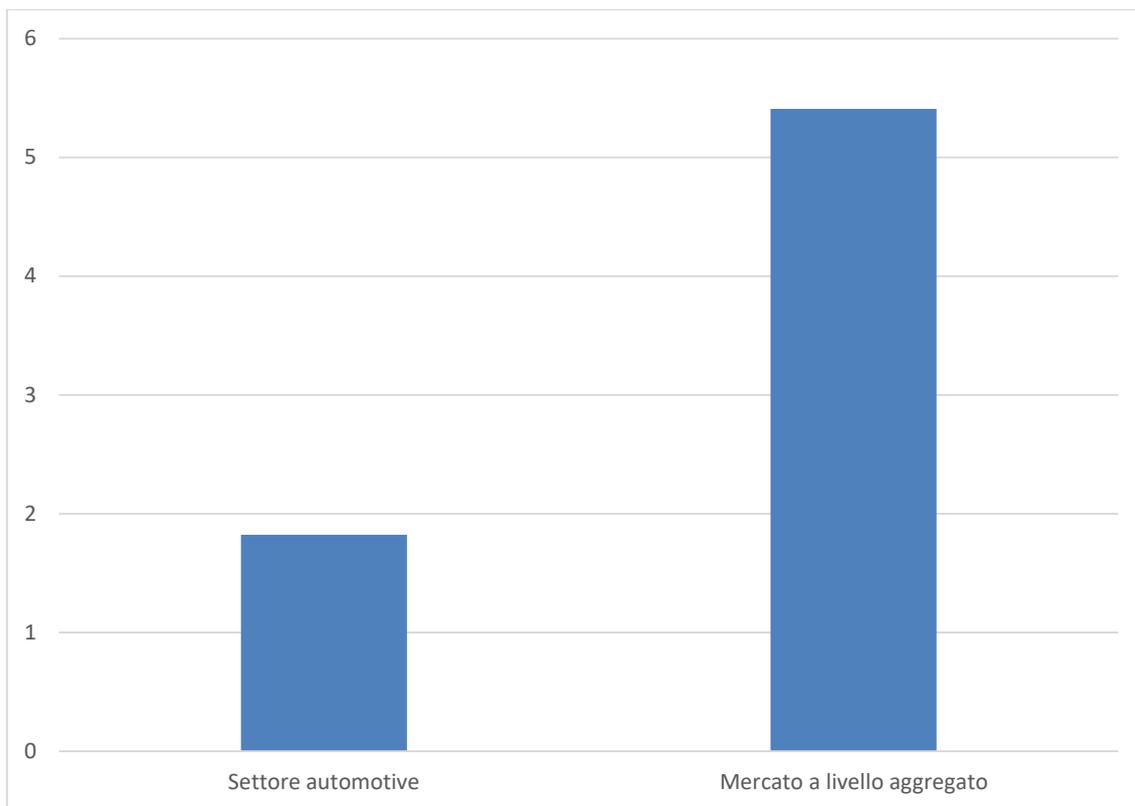
Da come si evince dai grafici 3.4.5 e 3.4.6 per quanto riguarda le stime degli Earnings per share futuri, il settore automotive si attende di registrare dati abbastanza vicini alla media del mercato con valori della varianza e dello scarto quadratico medio attesi rispettivamente a 3,32 e 1,82.

Di contro, il mercato a livello aggregato si aspetta una varianza e una scarto quadratico medio esponenzialmente superiori, attestandoli rispettivamente intorno a 29,25 e 5,40.

3.5.5 Varianza EPS



3.5.6 Scarto quadratico medio EPS

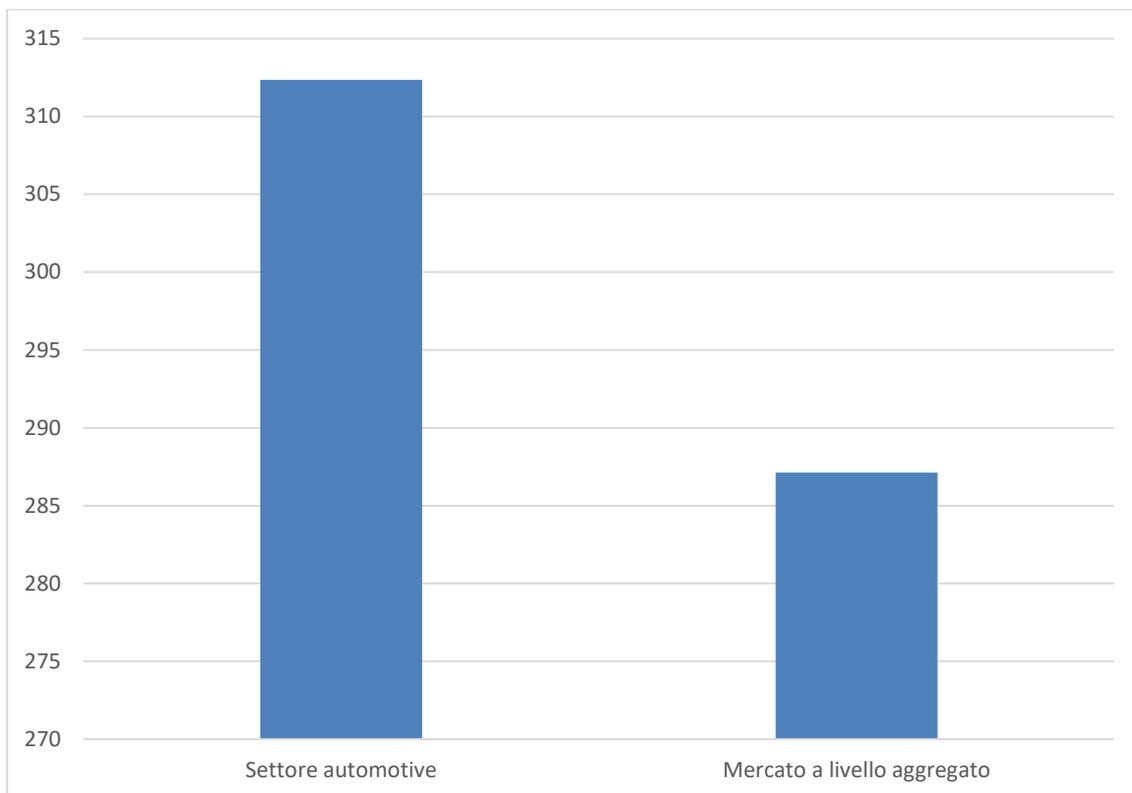


Lo studio seguente sarà rivolto alla stima dell'EBITDA futuro, in euro, delle imprese automotive quotate dal 1997 al 2016.

La General Motors Company è risultata essere quella con il dato previsto più alto con 10834,24 Mil euro e segue la Delphi Automotive PLC, quotata nel 20 sulla borsa di Londra, con un'aspettativa di 1854,10 Mil euro. Le società che, al contrario, hanno fatto registrare le peggiori aspettative sono state la Gaussin e la Twintec AG con valori, rispettivamente, di -7,9 e -2,3 Mil euro.

Analizzando, poi, il dato medio previsto per le imprese automotive negli ultimi diciannove anni esso risulta essere di 312,35 Mil euro, poco al di sopra di quello del mercato a livello aggregato, 287,13 Mil euro.

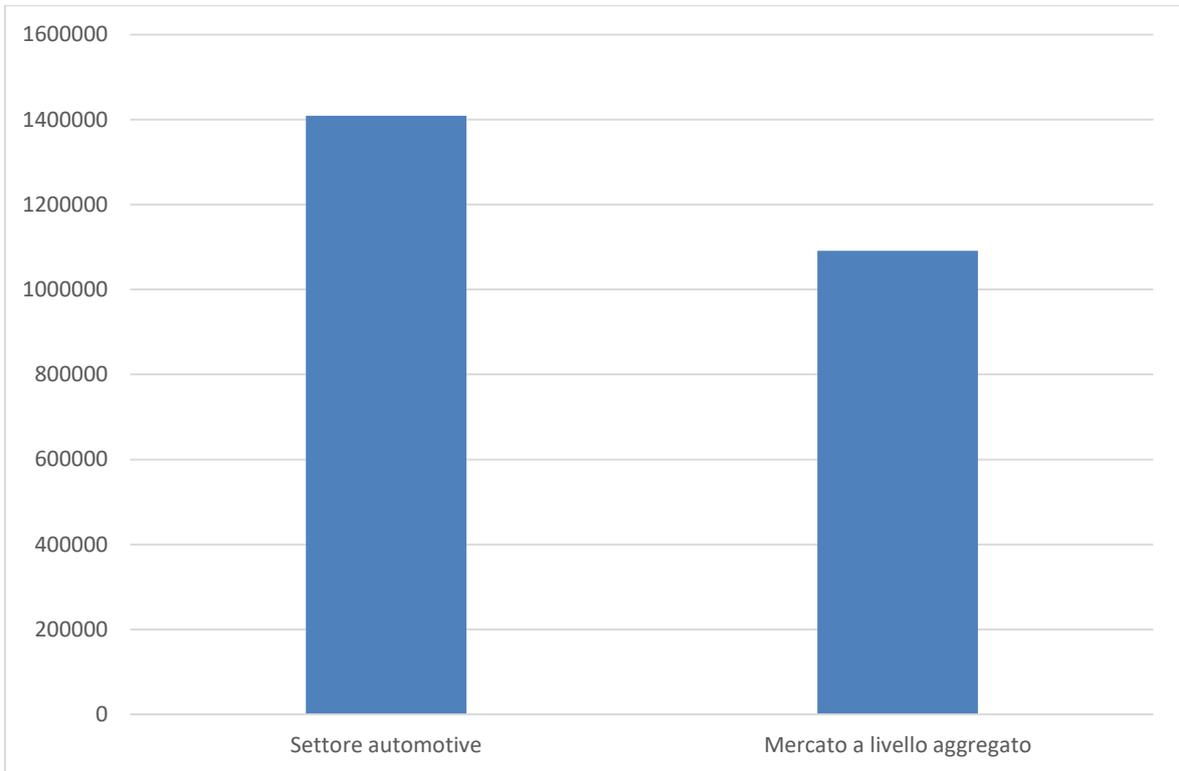
3.5.7 EBITDA medio (1997/2016)



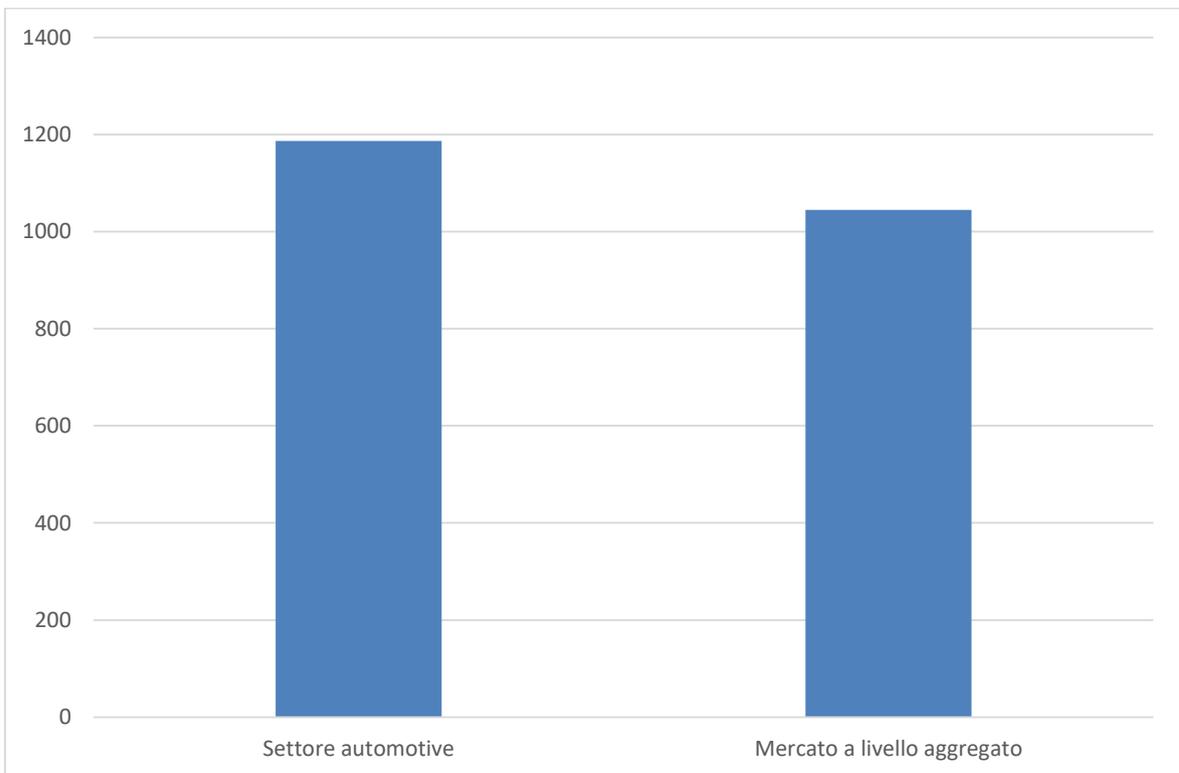
Da come si evince dai grafici 3.4.8 e 3.4.9 i valori di EBITDA futuro attesi delle imprese del settore automotive sembrerebbero riscontrare discostamenti dalla media molto simili a quelli previsti dalle altre imprese operanti sul mercato.

La varianza e lo scarto quadratico medio del settore risultano essere, rispettivamente, 1408978 e 1187; mentre i valori a livello aggregato si attendono intorno a 1091186 e 1044.

3.5.8 Varianza EBITDA



3.5.9 Scarto quadratico medio EBITDA



3.6 Conclusioni

Nel capitolo sono stati presentati gli aspetti delle Initial Public Offerings delle imprese automotive. In particolare si è vista l'evoluzione del numero di quotazioni effettuate ogni anno nel periodo che va dal 1997 al 2016, sottolineandone i periodi di maggiore e minore espansione. Si è poi passati allo studio dell'evoluzione nelle Borse dei principali mercati di riferimento su scala mondiale evidenziando le principali differenze registrate in tali mercati.

La trattazione è proseguita analizzando le variabili rilevanti identificate in letteratura per lo studio del mercato delle IPO. L'analisi delle caratteristiche e dimensioni delle IPO nel settore automotive ha permesso di evidenziare le realtà che hanno ottenuto i risultati migliori e/o peggiori in base ai vari parametri, quando siano state completate ed in quali mercati. I risultati ottenuti hanno mostrato che le IPO delle imprese automotive hanno avuto scostamenti dalla media di gran lunga inferiori rispetto al resto del mercato, eccezion fatta per quanto riguarda la stima dell'EBITDA futuro per il quale il comportamento è stato molto simile. Nonostante tale minore variabilità, le IPO delle imprese automotive hanno avuto prestazioni medie superiori al resto del mercato.

CAPITOLO 4: L'IPO Ferrari

4.1 Introduzione

Nel capitolo verrà svolta un'analisi sull'IPO di Ferrari S.p.A. società simbolo dell'eccellenza del made in Italy nel mondo.

Inizialmente verrà presentata l'azienda tramite una descrizione storica, partendo dalla sua fondazione fino ad arrivare ai giorni d'oggi con particolare attenzione agli eventi più significativi per il suo sviluppo. Nel secondo paragrafo verranno altresì messi in luce i successi nel reparto corse e nel reparto commerciale, ne verranno sottolineate l'espansione mondiale del terzo millennio e le prospettive di sviluppo futuro.

Nel terzo paragrafo la trattazione si sposterà sulla descrizione dell'operazione di quotazione. Si passerà dai primi rumors sorti al completamento dell'operazione di cui verranno specificati tutti i termini e valori fondamentali. Saranno trattate inoltre l'evoluzione dello stock price delle azioni, la composizione dell'azionariato e un'analisi degli indici di redditività post operazione.

Nel quarto paragrafo si passerò allo studio della performance del titolo, che sarà confrontato con un indice del mercato mobiliare. Successivamente verrà svolta un'analisi sull'evoluzione del prezzo delle azioni e dei trend seguiti; sarà posto l'accento sull'importanza dei volumi scambiati, perché come risulta dalla ricerca di Lawrence Blume, David Easley e Maureen O'hara (1994)³ essi riescono a catturare elementi e nozioni importanti contenuti nei segnali di informazione dei traders.

³ Lawrence Blume, David Easley e Maureen O'hara, Market Statistics and Technical Analysis: The Role of Volume, 1994

Verrà, poi, confrontata la società con le altre del settore automotive quotate tramite statistiche operative comparabili.

Concludendo sarà analizzata l'evoluzione del grado di underpricing del titolo nel periodo preso in esame.

4.2 Descrizione dell'impresa

Ferrari S.p.A. è una casa automobilistica italiana fondata nel 1947 da Enzo Ferrari a Maranello, tutt'oggi sede principale della società della quale è attualmente presidente Sergio Marchionne, vicepresidente Piero Ferrari e amministratore delegato Amedeo Felisa, mentre la sede legale è a Modena.

Il marchio Ferrari, noto in tutto il mondo, è rappresentato da un cavallino rampante nero su sfondo giallo, con in basso le lettere "S F", ed è sovrastato dal Tricolore. Il cavallino, simbolo di coraggio, forza e temerarietà, è stato posto in onore del Maggiore Francesco Baracca che durante la prima guerra mondiale lo faceva dipingere sui propri velivoli.

La storia Ferrari comincia ufficialmente nel 1947, quando a Maranello nasce la prima vettura a marchio Ferrari, la 125 S. ma le origini di questa grande azienda sono indissolubilmente legate alla vita del suo fondatore.

Enzo Ferrari nasce a Modena il 18 febbraio 1898 e dedica tutta la sua vita alle corse automobilistiche. Nel 1924 diventa pilota ufficiale dell'Alfa Romeo e cinque anni dopo fonda la Scuderia Ferrari, in viale Trento Trieste a Modena, con lo scopo di far partecipare alle competizioni automobilistiche i propri soci, soprattutto gentlemen.

Nel 1939 dà vita, presso la vecchia sede della Scuderia, all'Auto Avio Costruzioni dove realizza una vettura sportiva, una spider 8 cilindri, 1500

cm³ denominata 815, costruita in due esemplari e partecipa alla Mille Miglia del 1940. L'inizio della seconda guerra mondiale pose fine a questa sua attività agonistica.

Al termine del conflitto ha inizio la progettazione e la costruzione della prima Ferrari, la 125 S, 12 cilindri, 1500 cm³ che, affidata a Franco Cortese, debutta sul Circuito di Piacenza l'11 maggio 1947 e il 25 dello stesso mese vince la sua prima gara al Gran Premio di Roma, sul circuito intorno alle Terme di Caracalla. Intanto nel 1943 le officine della Auto Avio Costruzioni erano state trasferite da Modena a Maranello

Gli anni '50 rappresentarono un "turning point" per l'azienda tanto che alla fine del decennio tutto il mondo conoscerà il nome Ferrari. Arrivano i primi successi di una lunga serie che porterà la Scuderia Ferrari a diventare il team più vincente di sempre nella storia della Formula 1.

Nel 1948 Endurance vince la sua prima Mille Miglia, nel 1949 la prima 24 Ore di Le Mans, mentre nella Formula 1 si aggiudica il primo Gran Premio valido per il Campionato del Mondo di Formula 1 nel 1951. Nel 1952 la Ferrari è Campione del Mondo con Alberto Ascari cosa che si ripeterà anche nel '53.

Seguono avvenimenti rilevanti anche nel campo industriale: nel '51 inizia la collaborazione con la storica Carrozzeria Scaglietti per la produzione e montaggio dei telai delle Ferrari.

Il successo di pubblico è tale che tra il 1950 e il 1960 le vendite vengono più che triplicate.

Enzo Ferrari, consapevole del fatto che lo sviluppo dell'attività industriale richiedeva un assetto societario moderno e strutturato, nel 1960 trasforma la Ferrari in Società per Azioni, e nel '69 stipula un accordo con il gruppo Fiat per la cessione del 50% dei titoli azionari Ferrari.

I successi si susseguono uno dietro l'altro. Nel 1970 inizia la produzione di auto con i primi motori V8 montati posteriormente, con grande riscontro commerciale. Le vendite continuano ad aumentare per tutto il corso degli anni '70, spinte dal successo di auto come la 308 GTB, la 308 GT4 e la GTS.

Anche il reparto corse non sta certo a guardare: è del '68 l'accordo con Shell, ancora oggi main sponsor insieme a Philip Morris International (che arriva nell'84). Nella seconda metà del decennio la Scuderia raggiunge grandi successi in F1 trionfando più volte nei mondiali Piloti e Costruttori.

Gli anni '80 rappresentano, forse, il momento più delicato e il decennio si conclude con la triste scomparsa di Enzo Ferrari nel 1988 e con la Fiat che incrementa la propria quota azionaria fino al 90%, mentre il restante 10% rimane nelle mani del figlio di Enzo, Piero Ferrari.

Dalla Formula 1 arrivano solo due Mondiali Costruttori ('82 e '83) ma, al contempo, in quegli stessi anni prendono forma automobili capaci di segnare un'epoca: la 288 GTO e la Testarossa nel 1984, la F40, l'ultima vettura di Enzo Ferrari, nel 1987, seguita dalla F50 nel 1995. Nuove grandi soddisfazioni non si fanno certo attendere e il nuovo millennio vede la Ferrari impegnata in notevoli trionfi sportivi in terra americana con tre 12 Ore di Sebring e una 24 Ore di Daytona. Ma è soprattutto in F1 che la scuderia Ferrari ottiene vittorie in serie: dal 2000 al 2008 infatti ben tredici Mondiali:

sei Piloti (cinque con Schumacher e uno con Räikkönen) e sette Costruttori coroneranno la storia del gruppo.

Soddisfazioni anche sotto il profilo commerciale con il lancio di modelli di successo quali la Enzo Ferrari nel 2002 e la F430 del 2004 e, soprattutto, l'avvio di una politica di branding che dopo l'inaugurazione del primo Ferrari Store a Maranello avvenuta nel 2002, culminerà in una serie di aperture in Italia e all'estero portando il brand Ferrari in 30 punti vendita in tutto il mondo, tra cui San Pietroburgo, Dubai, Abu Dhabi, Singapore, New York e Miami.

Il terzo millennio è un tempo di forte espansione. L'azienda Ferrari amplia la propria presenza in mercati emergenti come il Medio Oriente, la Cina, il Giappone e il resto dell'Estremo Oriente e, al tempo, consolida la posizione nei mercati di Stati Uniti, Regno Unito e Germania. Anche a livello di gamma si passa all'aggiunta di modelli in grado di offrire un più elevato livello di comfort e di guidabilità, mantenendo prestazioni da Ferrari.

Il 24 maggio 2013 Ferrari S.p.A. è stata incorporata nella società olandese "New Business Netherlands N.V.". Nel 2015 FCA mette in vendita il 10% delle proprie azioni Ferrari nel quadro di un'offerta pubblica iniziale e il 21 ottobre la Ferrari viene ammessa alla quotazione sul New York Stock Exchange (NYSE: RACE). Dal 4 gennaio 2016 Ferrari N.V. è stata scorporata dal gruppo FCA ed è stata quotata anche sulla Borsa Italiana ed è entrata nel gruppo Exor, una delle principali società di investimento europee, controllata dalla famiglia Agnelli.

La società produce vetture uniche per prestazioni, innovazioni, tecnologiche, piacere di guida e design. In tutto il mondo è conosciuta come uno dei

maggiori esempi di “Made in Italy”. Nel 2015 ha venduto più di 7500 auto, in oltre 60 mercati mondiali ottenendo ricavi netti pari a 2854 milioni di euro.

4.2 Vendite per area geografica.

Fonte: <http://corporate.ferrari.com/>



4.3 Struttura dell'operazione

Il 4 marzo 2014 il CEO di Fiat SpA Sergio Marchionne ha dichiarato che Ferrari SpA avrebbe potuto, in futuro, intraprendere un'offerta pubblica iniziale. Fiat poteva anche considerare la messa in vendita di Maserati SpA o la vendita di una partecipazione in Ferrari e Maserati in offerte concorrenti. Non furono resi noti ulteriori dettagli.

Il 10 febbraio del 2015 è stato reso noto che la quotazione di una quota pari a circa il 10 per cento faceva parte del piano di Ferrari per la raccolta di 5 miliardi di dollari. Secondo il piano societario l'accordo sarebbe stato portato a termine senza grandi difficoltà.

Il 15 aprile 2015 Sergio Marchionne ha dichiarato che la società non avrebbe messo il 10 per cento del capitale sociale della Ferrari. La quotazione, sia sul NYSE che sull'MTA, sarebbe dovuta avvenire entro il terzo trimestre del 2015. Il 24 giugno 2015 è stato annunciato che i documenti relativi all'operazione sarebbero stati inviati entro due settimane alle autorità

americane. Il 10 luglio 2015 è stato annunciato che la Ferrari stava per depositare il prospetto dell'IPO.

Il 23 luglio 2015, Fiat Chrysler Automobiles ha annunciato che la sua controllata New Business Olanda NV (da rinominare Ferrari NV), aveva depositato una dichiarazione di registrazione su modulo F-1 con US Securities and Exchange Commission per una proposta di IPO.

Il 12 ottobre 2015 è stato annunciato che la Ferrari ha lanciato la sua IPO. Tramite l'operazione FCA, che attualmente detiene un 90 per cento del capitale sociale emesso e in circolazione della Ferrari, intende vendere 17.175 milioni di azioni ordinarie di Ferrari. Il prezzo di offerta pubblica iniziale era previsto tra USD 48 e USD 52 per azione, e le azioni saranno negoziate con il simbolo, "RACE".

Il valore massimo dell'affare è di USD 893,1 milioni. La posta in gioco è di circa il 9 per cento. FCA potrebbe anche concedere ai sottoscrittori un'opzione di acquisto un aggregato fino a 1.717.150 comuni azioni di Ferrari tramite FCA.

Il 21 ottobre 2015 è stato annunciato che 17.175 milioni di azioni sono state ammesse alla negoziazione. Il prezzo di offerta è stato di USD 52 per azione. I sottoscrittori hanno la possibilità di acquistare fino a ulteriori 1,717,150 azioni ordinarie dell'offerta pubblica iniziale, meno uno sconto di sottoscrizione di USD 1,56 per azione, per un prezzo di USD 50.44.

Il 22 ottobre 2015 è stato annunciato che i sottoscrittori di Ferrari hanno pienamente esercitato l'opzione di acquistare ulteriori azioni aumentando la dimensione IPO a 18,9 milioni di azioni valutando l'IPO ad un totale di 982,8 milioni di dollari.

L'IPO di Ferrari S.p.A. è stata, quindi, annunciata il 10 Ottobre 2014 e completata il 21 Ottobre dell'anno successivo dalla controllata olandese Ferrari NV.

I principali sottoscrittori dell'operazione sono stati: Banco Santander SA, Mediobanca SpA, JP Morgan, Allen&Company Inc., Merrill Lynch Pierce Fenner&Smith Inc., UBS, BNP Paribas Securities Corporation, Santander Investment, Securities Inc.

L'offer price, 52 USD per azione, al momento della quotazione corrispondeva a 45,80 euro (cambio 0,88083) e l'operazione ha fatto registrare un deal value pari a 865,68 milioni di euro ed un Deal total target value di 9618,70 milioni di euro.

4.3.1 Informazioni sull'operazione.

Fonte: www.zephyr.com

Target name	Country	Activity	BvD ID number
FERRARI NV	Netherlands	Vehicles manufacturer holding company	NL57991561
Vendor name	Country	Activity	BvD ID number
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES NV	Netherlands	Automobile manufacturer holding company	NL60372958
Regulatory bodies	n.a.		
Deal structure & dates			
Deal type	Initial public offering 9% on New York Stock Exchange	Deal status	Completed
Deal sub-type	n.a.	Rumour date	04/03/2014
Deal financing	Public offer	Announced date	29/10/2014
Deal method of payment	Cash (866 mil EUR)	Completed date	21/10/2015
Deal values			
Deal value	865.68 mil EUR *	Native currency	USD
Deal equity value	865.68 mil EUR		
Deal enterprise value	n.a.		
Deal modelled enterprise	9,618.67 mil EUR		
Deal total target value	9,618.70 mil EUR *		

Per quanto riguarda il vendor, FCA, lo stock price prima dell'annuncio dell'IPO era di 7,66 euro mentre in corrispondenza del completamento dell'operazione è salito fino a toccare quota 13,44 euro.

Successivamente il valore ha cominciato a diminuire lentamente facendo riscontare un valore di 13,33 euro in data 28 Ottobre e 13,18 euro un mese dopo la data di completamento.

4.3.2 Evoluzione dello stock price.

Fonte: www.zephyr.com

Vendor name: FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES NV	
Stock price prior to announcement	7.66 EUR (28/10/2014)
Stock price after completion	13.44 EUR (22/10/2015)
Stock price one week after completion	13.33 EUR (28/10/2015)
Stock price one month after completion	13.18 EUR (23/11/2015)

Attualmente i principali detentori di azioni Ferrari sono la Exor S.p.A. con il 22,91%, Pietro Ferrari, figlio del fondatore Enzo, con il 9,74% e la società scozzese Baillie Gifford And Company con il 4,02%.

4.3.3 Detentori principali delle quote societarie

Fonte: Bloomberg

Detentori principali	Percentuale detenuta
EXOR SpA	22,91%
Ferrari Piero	9,74%
BAILLIE GIFFORD AND COMPANY	4,02%
T ROWE PRICE GROUP INC	3,91%
GOLDMAN SACHS GROUP INC	3,78%
VANGUARD GROUP	1,40%
LANSDOWNE PARTNERS UK LLP	0,97%

Volendo esaminare nello specifico i maggiori azionisti della società è possibile eseguire un'analisi sulla provenienza geografica (tabella 4.2.4) ed un'analisi sulla tipologia di soggetti detentori (tabella 4.2.5)

Dagli studi effettuati è emerso che l'azionariato societario è ampiamente frammentato a livello geografico, al primo posto si trovano gli investitori italiani con il 42,42% delle quote mentre al secondo posto quelli americani con il 24,52% di detenzione.

Il 19,17% delle quote risulta essere in possesso di investitori di provenienza ignota mentre in 10,31% appartiene ad investitori del Regno Unito.

Seguono, infine, investitori svizzeri, lussemburghesi, francesi, irlandesi e canadesi.

Per quanto riguarda la tipologia, dalle verifiche poste in essere, risulta che il 41,82% delle quote societarie è di proprietà di società, il 33,42% dei consulenti di investimento, il 19,17% di investitori individuali privati ed il 5,07 di gestori di hedge fund.

Le quote restanti sono di proprietà statale, di società assicurative, di banche e di fondi pensione.

4.3.4 Top azionariato per paese (%).

Fonte: Bloomberg

Top azionariato per paese	Percentuale detenuta
Italia	42,42%
Stati Uniti	24,52%
Ignoto	19,17%
Gran Bretagna	10,31%
Lussemburgo	1,04%
Francia	0,71%
Svizzera	0,50%
Irlanda	0,39%
Canada	0,19%

4.3.5 Top azionariato per paese (%).

Fonte: Bloomberg

Top azionariato per tipo	Percentuale detenuta
Società	41,82%
Consulente investimento	33,42%
Individuo	19,17%
Gestore fondo hedge	5,07%
Società assicurativa	0,25%
Statali	0,14%
Banca	0,06%
Fondo pensione	0,04%
Non classificato	0,02%

Infine, da un'analisi di redditività della società post-operazione è emerso che il 2015 è stato, dal punto di vista finanziario, il migliore di sempre.

Ferrari ha incrementato le vendite del 5% circa ed i ricavi netti del 3,22% che corrispondono a 92 milioni di euro.

Anche l'EBIT e l'EBITDA hanno fatto riscontare dei rialzi, rispettivamente pari al 12,39% e al 5,70%, corrispondenti a 55 e 41 milioni di euro.

Infine anche l'utile per azione ha avuto un incremento di 0,14 euro andando a far riscontare di oltre il 9% rispetto all'esercizio precedente.

4.3.5 confronto tra indici di redditività

Fonte: Bloomberg, (In milioni di Euro, salvo diversamente indicato)

Esercizio chiuso al 31 dicembre	2015	2014	Variazione	Variazione percentuale
Consegne (in unità)	7.664	7.255	409	5,34%
Ricavi netti	2.854	2.762	92	3,22%
EBIT	444	389	55	12,39%
Adjusted EBIT	473	404	69	14,59%
EBITDA	719	678	41	5,70%
Adjusted EBITDA	748	693	55	7,35%
Utile netto	290	265	25	8,62%
Utile per azione (in Euro)	1,52	1,38	0,14	9,21%

4.4 Performance del titolo e confronto con il mercato

Per analizzare la performance del titolo è utile paragonare i suoi rendimenti con quelli di un *benchmark* che deve essere selezionato in modo da rappresentare “un portafoglio di titoli considerato rappresentativo di un certo comparto mobiliare”. (Fabrizi, 2013)

Le finalità per cui può essere usato questo strumento sono molteplici. In primo luogo può, appunto, fornire sia al pubblico degli investitori finali, sia ai gestori professionali un’indicazione generale sull’andamento di certi comparti del mercato azionario o obbligazionario.

In secondo luogo può essere sfruttato per la gestione passiva finalizzata alla replica del benchmark stesso ed infine, anche quando si svolge una gestione attiva, può risultare di fondamentale importanza poiché tramite questa strategia si punta a ottenere un rendimento superiore all’indice di riferimento, fidando nel fatto di disporre di capacità superiori alla media del mercato nell’individuare titoli sotto o sopravvalutati o nel prevedere le fasi di rialzo o di ribasso del mercato stesso.

L’indice utilizzato per l’analisi è l’S&P 500, realizzato da Standard & Poor’s nel 1957. Esso segue l’andamento di un basket azionario formato dalle 500 aziende statunitensi a maggiore capitalizzazione contrattate sul NYSE, sul Nasdaq e sull’AMEX.

Dal confronto grafico risulta evidente come il titolo Ferrari abbia avuto una volatilità estremamente superiore all’indice.

Il benchmark ha fatto registrare una performance abbastanza costante nel periodo considerato, i rendimenti si sono attestati in un range di valori che

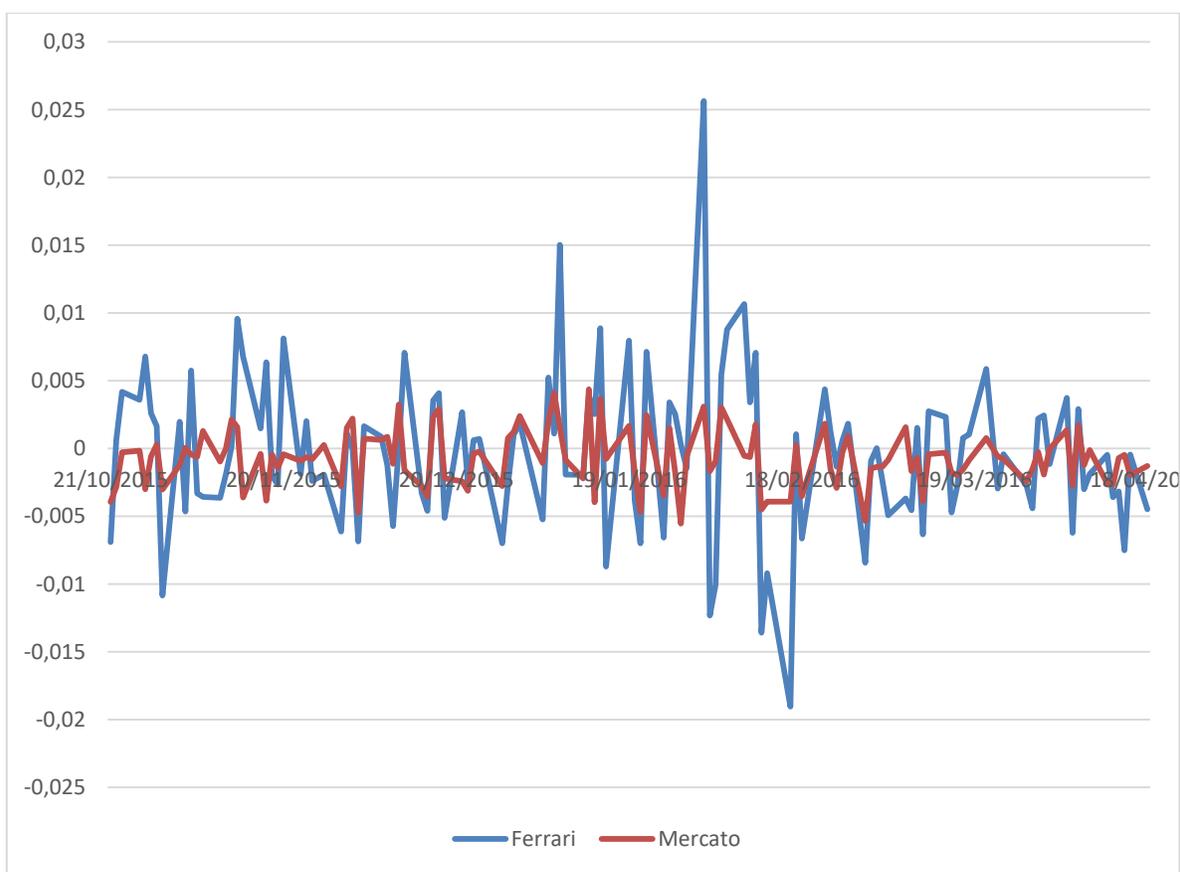
oscilla tra un massimo di 0,00436 ed un minimo di -0,00553, facendo riscontare una media di -0,00073. Il rendimento massimo fatto registrare dal titolo societario, invece, è stato pari a 0,025649 il primo febbraio 2016 mentre il minimo è stato di -0,01903, appena quindici giorni più tardi.

Infine, il valore medio della performance di Ferrari è stato pari a -0,00033.

Dall'analisi dei rendimenti risulta quindi che il titolo ha sottoperformato il mercato nell'arco di tempo preso in esame.

4.4.1 Confronto performance titolo con Benchmark.

Fonte dati: Yahoo Finance



Un'ulteriore analisi può essere svolta sull'evoluzione storica del prezzo delle azioni della società.

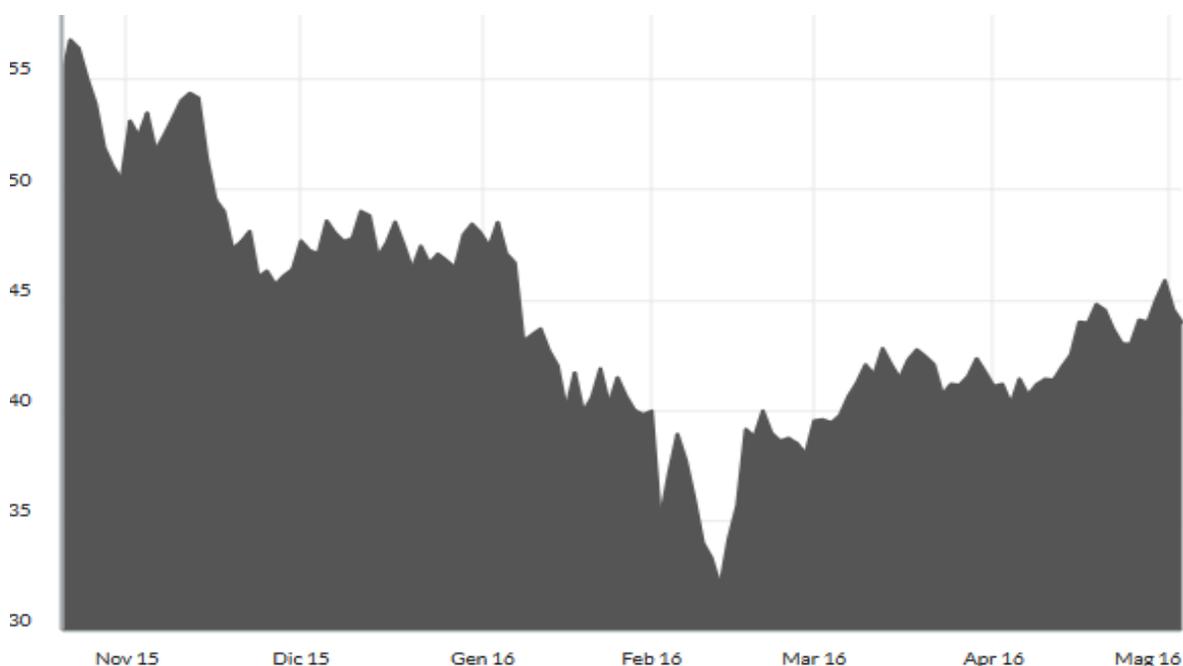
Dall'analisi grafica si può notare che, partendo da un prezzo di quotazione pari a 55 si è verificato immediatamente un rialzo fino a toccare quota 56,75.

In seguito il prezzo ha iniziato una fase decrescente, con un leggero segnale di ripresa tra il 2 ed il 10 novembre, fino a toccare il prezzo minimo storico di 32 l'11 febbraio 2016.

Da quel momento in poi si è verificato un reversal ed il titolo è entrato in una fase di crescita fino a toccare il valore di 45,85 il 16 maggio 2016.

4.4.2 Evoluzione prezzo azioni.

Fonte dati: <http://corporate.ferrari.com/>



Un'ultima analisi sulla performance del titolo può essere svolta sui volumi, cioè sul numero di titoli che sono stati scambiati sul mercato nel periodo considerato. Il volume rappresenta l'interesse che gli investitori hanno per lo strumento finanziario oggetto dell'esame. È piuttosto evidente che quanto più il mercato

“crede” nella validità di un trend, tanto più numerosi saranno gli investitori che punteranno il loro denaro su quel movimento. L’analisi dei volumi è un punto cardine della teoria di Dow (Charles H. Dow, 1851-1902) padre e precursore della moderna analisi tecnica.

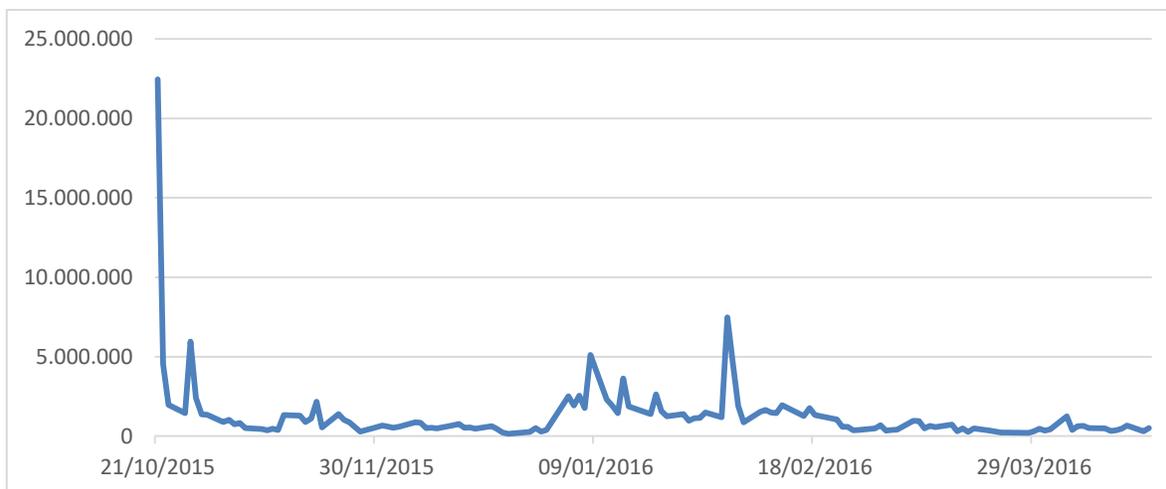
Dall’analisi grafica emerge che dopo l’IPO, giorno in cui sono state effettuate circa 22 milioni di transazioni, i volumi di scambio si sono attestati su un valor medio di 1.286.545.

Il periodo in cui si sono registrati degli aumenti, rispetto alla media, del numero di scambi va dal primo gennaio al 22 febbraio.

Il volume massimo di contrattazioni sul titolo è stato registrato il 2 febbraio, facendo riscontare un valore di 7.484.583.

4.4.3 Evoluzione volumi scambiati.

Fonte dati: Yahoo Finance



Il titolo Ferrari può essere confrontato con le altre imprese del mercato automobilistico anche tramite statistiche operative comparabili. Come si evince anche dalla tabella (4.4.4) le prestazioni del titolo per quanto riguarda crescita vendite a/a (%) e Margine EBITDA (%) si sono attestate poco distanti dalla media del settore, con valori pari a 3,33 e 25,2.

Le prestazioni a livello di WACC e di stima del multiplo P/E sono, invece, risultate molto al di sopra della media e molto vicine ai massimi comparabili.

4.4.4 Statistiche operative comparabili settore.

Fonte dati: Bloomberg

Metrica	Società	Minimo comparabili	Mediana comparabili	Massimo comparabili
Crescita vendite a/a (%)	3,33	-41,7	9,51	27,5
Margine EBITDA (%)	25,2	7	12,3	93,5
EPS Growth yoy (%)	N.A.	-79,5	9,85	71,3
WACC	11,2	4,28	5,37	11,3

4.4.5 Valutazione equity P/comparabili settore.

Fonte dati: Bloomberg

Metrica	Società	Minimo comparabili	Mediana comparabili	Massimo comparabili
Stima P/E	21,5	4,96	7,56	23,1
P/Book	N.A.	0,516	1,06	3,5

Infine è interessante notare il grado di underpricing (μ), del titolo nel corso del tempo.

Esso è definito dal prezzo di chiusura del giorno di negoziazione rapportato al prezzo di apertura del giorno di quotazione⁴.

$$\mu = P_N/P_A$$

Dal grafico 4.4.6 emerge che il valore al termine della prima giornata di negoziazione è stato pari al 9% e, dopo una riduzione iniziale, è cominciato a crescere fino a raggiungere il picco massimo di 63% per poi entrare in una fase di decrescita.

La media del grado di underpricing del titolo nel periodo esaminato è stata del 31%, calcolata con la formula²:

$$\bar{\mu} = (1/n) \sum (P_N/P_A)$$

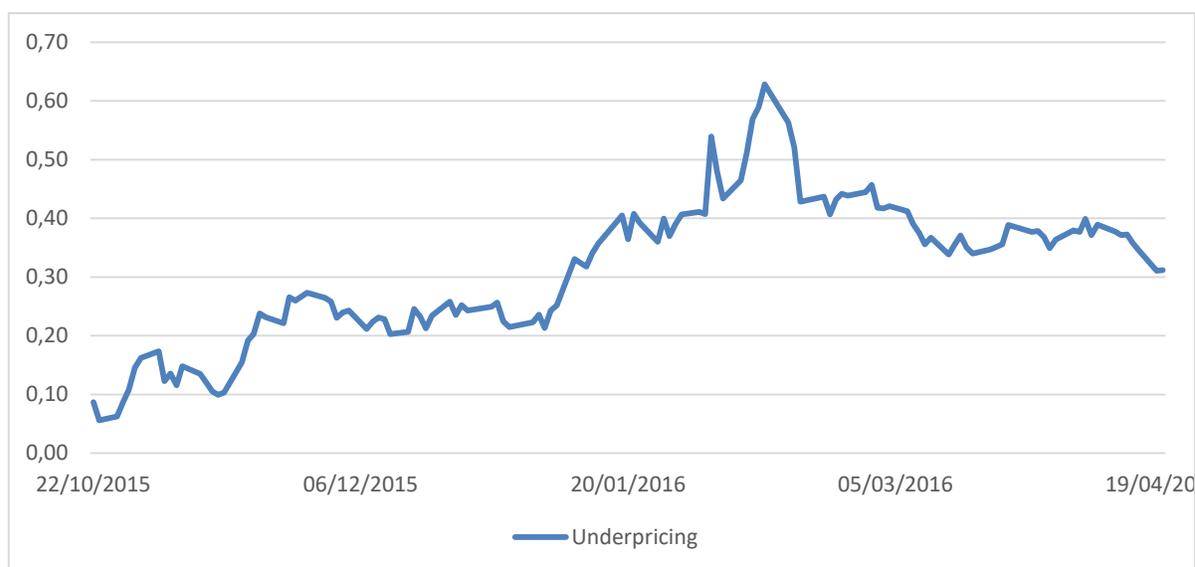
I valori presentati risultano di grande rilevanza se confrontati con quelli da S. Fabrizio, M. Samà (2001).

Nel loro studio è stato preso un campione di 41 IPO, effettuate sul Mercato Ufficiale Italiano riscontrando un grado di underpricing medio, giornaliero, di 7,9%.

^{4,2} Formule H.M.K. Mok, Y.V. Huir Pacific-Basin Finance Journal 6 (1998) 453–474

4.4.6 Evoluzione grado di underpricing titolo

Fonte dati: Yahoo Finance



4.5 Conclusioni

Nel capitolo è stata presentata l'operazione di Initial Public Offering di Ferrari S.p.A., completata il 21 ottobre 2015. Dopo aver presentato la storia della società dalla fondazione al giorno d'oggi, sono stati evidenziati i successi nell'ambito delle corse automobilistiche, nelle dinamiche commerciali e, per concludere, è stato posto l'accento sulla copertura dei mercati globali e le dinamiche future.

L'analisi dell'IPO ha descritto l'evoluzione dell'operazione a partire dai primi rumors fino al completamento e ne sono stati evidenziati i dettagli e le dinamiche salienti nonché la composizione dell'azionariato. L'analisi della performance di Ferrari ha confrontato le performance ottenute con quelle dell'indice S&P 500 e si è constatato come il titolo abbia sottoperformato il mercato e ha preso in considerazione le dinamiche dei volumi di negoziazione.

È stato, poi, presentato un confronto della società con le altre appartenenti al settore automotive tramite statistiche operative comparabili.

Infine è stata evidenziata l'evoluzione storica del grado di underpricing giornaliero del titolo.

5. CONCLUSIONI

Il presente elaborato ha evidenziato come il processo di quotazione sia importante da diversi punti di vista e la scelta di realizzare l'operazione coinvolge tutti gli organi aziendali e gli shareholders sia da un punto di vista finanziario che di governance e reputation.

Si è riscontrato che, per quanto riguarda le esigenze societarie e degli azionisti, l'operazione risulta essere un ottimo strumento di raccolta di finanziamenti per progetti, permette di diversificare le fonti di finanziamento e, contemporaneamente, frazionare il possesso delle quote presso gli investitori per non andare ad intaccare la preesistente struttura di governance, permette altresì di aumentare il prestigio societario e di conseguenza il potere contrattuale oltre a svolgere numerose altre funzioni.

Allo stesso tempo l'IPO rappresenta un costo per la società, il quale può essere diretto (ad esempio spese legali o di consulenza) o indiretto (legato all'undepricing). Dalla trattazione è inoltre emerso come la quotanda debba scegliere con attenzione se completare la propria operazione su un mercato estero, su quello domestico o se ricorrere alla dual listing, valutandone pro e contro.

Il mercato automobilistico sta diventando sempre più competitivo e globale e funge da traino per molti altri settori connessi. Per questo le società operanti al suo interno devono fronteggiare una concorrenza sempre più spietata cercando di sfruttare le varie operazioni di acquisizioni, cessioni, strategie aggressive di differenziazione e diversificazione dei prodotti offerti e IPO per prevalere a livello internazionale. Per quanto riguarda le IPO, è emerso che le società

automotive hanno realizzato operazioni con un deal value, EPS e EBITDA post quotazione di gran lunga superiori alle medie del mercato a livello aggregato, facendo registrare, quindi, prestazioni globalmente superiori al resto del mercato.

L'analisi del caso Ferrari ha dimostrato i vantaggi che può ottenere una società prestigiosa e affermata sul mercato, simbolo di qualità ed efficienza e con un brand famoso in tutto il mondo, dal processo di quotazione resosi necessario per poter continuare a competere a livello mondiale.

Sebbene il titolo abbia sottoperformato il mercato, esso ha fatto registrare circa 22 milioni di transazioni e ha permesso alla società di ottenere un margine EBITDA, WACC e P/E che superano di circa il doppio i valori medi dei competitors del settore.

Rispetto all'anno precedente all' IPO, Ferrari ha fatto registrare miglioramenti da tutti i punti di vista: le vendite sono aumentate di oltre il 5%, l'utile netto di oltre l'8% e i ricavi di circa il 3%. Infine è stato possibile constatare come anche questo titolo sia stato soggetto al fenomeno dell'underpricing, con un valore medio del 31%.

L'anno da record della società tramite i “risultati migliori di sempre” supporta la tesi che il processo di quotazione possa rappresentare una rampa di lancio per le società e sia ormai fondamentale per tutte quelle che, nel settore, vogliono competere a livello globale.

BIBLIOGRAFIA

Allen F., Faulhaber G.R., 1989, “Signaling By Underpricing In The IPO Market”, *Journal Of Financial Economics*, N. 23, Pp. 303-324

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

Baron, D.P., Holmström, B., 1980. The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem. *Journal of Finance*, 35 (5), 1115–1138.

Benveniste, L.M., Spindt, P.A., 1989. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24, 343–361.

Benveniste, L.M., Wilhelm, W.J. Jr, 1990. A comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments. *Journal of Financial Economics*, 28, 173-207.

Blume L., Easley D., O'hara M., *Journal of Finance*. Mar1994, Vol. 49 Issue 1, p153-181. 29p. 11 Graphs.

Caparrelli F., *Economia del Mercato Mobiliare*, 2004, McGraw Hill

Chemmanur T.J., 1993, “The Pricing Of Initial Public Offers: A Dynamic Model With Information Production”, *Journal Of Finance*, N. 48, Pp. 285-304

Chemmanur T.J., Fulghieri P., 1999, “A Theory Of The Going-Public Decision”, *Review Of Financial Studies*, N. 12, Pp. 249-279

Fabrizi P.G., *Economia del mercato mobiliare*, 2013

Fabrizio S., Samà M., 2001. Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'*Underpricing* e della *long-run underperformance*. *Quaderni di Finanza* n.44, Consob.

Forestieri G., *Corporate e investment banking*, 2007, Egea editore

Harold Bierman, Jr, Common Stock Equivalents, Earnings per Share, and Stock Valuation, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1986.

Holmstrom B., Tirole J., 1993, “Market Liquidity And Performance Monitoring” *Journal Of Political Economy*, N 101, Pp. 678-709

Iannotta G., *Investment Banking: a guide to underwriting and advisory services*, 2010, Springer editore

Ibbotson, R.G., 1975. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2, 235–272.

Il settore automotive nei principali paesi europei, 2015, promosso dalla 10a Commissione Industria, Commercio, Turismo del Senato della Repubblica.

Kringman L., Shaw W.H., Womock K.L., 2001, “Why Do Firms Switch Underwriters?” *Journal Of Financial Economics*, N. 60, Pp. 245-284

Lazzari V., Geranio M., 2003, “Il Mercato Delle Initial Public Offering Nell’europa Continentale”, In G.Forestieri, V. Lazzari (A Cura Di), *Il Finanziamento Delle Imprese: Quale Futuro?*, Roma, Bancaria Editrice

Ljungqvist, A.P., 2007. IPO underpricing. In B. Epsen Eckbo (Eds.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance (1)*. North Holland.

Loughran T., Ritter J., and Rydqvist K., “Initial Public Offerings: International Insights”, *Pacific-Basin Finance Journal* del 1994 ; vol. 2; pp.165-199 (seconda pubblicazione 2008)

Lucas D., McDonald R., 1990, “Equity Issues And Stock Price Dynamics”, *Journal Of Finance*, N. 45, Pp. 1019-1043

Luciano, Robert. EBITDA [Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation] as an indicator of earnings quality [online]. *JASSA*, No. 1, Autumn 2003: 29-34.

M.K. Mok e Y.V. Hui, “Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China”, *PacificBasin Financial Journal* 6 (1998) 453–474.

Maksimovic V., Pichler P., 2001, “Technological Innovation And Initial Public Offerings”, *Review Of Financial Studies*, N. 14, Pp. 459-494

Osservatorio auto, Findomestic, 2015.

Pagano M. Panetta F., Zingales L, 1998, “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, *Journal Of Finance*, N. 53, Pp. 27-64

Poulsen, A. B. and Stegemoller, M. (2008), Moving from Private to Public Ownership: Selling Out to Public Firms versus Initial Public Offerings. *Financial Management*, 37: 81–101.

Ritter, J.R., Welch, I., 2002. A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57 (4), 1795–1828.

Rock, K., 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15,187–212.

Schultz P.H., Zaman M., 2001, “Do The Individuals Closest To Internet Firms Believe They Are Overvalued?”, *Journal Of Financial Economics*, N. 59, Pp. 347-381

Seshadev Sahoo and Prabinxt Rajib, 2012, Determinants of Pricing IPOs: An Empirical Investigation, *South Asian journal of management, SAJM*, p. 59-87.

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

Steven X. Zheng and David A. Stangeland, 2007, IPO Underpricing, Firm Quality, and Analyst Forecasts, *Financial Management*, p. 45-63.

Welch I., 1989, “Seasoned Offerings, Imitation Costs And The Underpricing Of Initial Public Offerings”, *Journal Of Finance*, N. 44, Pp. 421-449

Westerhoff F. H., *International Journal of Theoretical & Applied Finance*. Mar2006, Vol. 9 Issue 2, p227-244. 18p. 2 Charts, 5 Graphs.

Zingales L. (1995), “insider ownership and the decision to go public”, review of economic studies, 62, 425-448

SITOGRAFIA

www.borsaitaliana.it

<https://zephyr.bvdinfo.com/>

www.bloomberg.com

http://www.ferrari.com/it_it/

<http://finance.yahoo.com/>