



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

IRRAZIONALITÀ NEI PROCESSI DI IPO DELLE IMPRESE
UNICORNS

Tesi di laurea triennale

RELATORE:
Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO:
Daniela Pesigi

MATRICOLA: 179331

ANNO ACCADEMICO 2015-2016

INDICE

Introduzione	3
CAPITOLO 1	
Finanza comportamentale e irrazionalita' degli investimenti	
1.1 Introduzione	4
1.2 Definizione	5
1.3 Investitori irrazionali	8
1.3.1 I bias cognitivi	9
1.3.2 Le euristiche	12
1.3.3 Effetti di framing	17
1.4 Conclusioni	19
CAPITOLO 2	
Il processo di ipo degli unicorns	
2.1 Introduzione	20
2.2 Unicorns: definizione e rilevanza	21
2.3 PIPO	22
2.3.1 Transazione del Private Equity	23
2.3.2 Il ruolo di PIPO	24
2.3.3 Diffusione e distribuzione degli Unicorns	25
2.3.4 Condizioni di domanda e offerta alla base del mercato di PIPO ed implicazioni del trend	27
2.4 Conclusioni	29
CAPITOLO 3	
Un' applicazione al mercato americano durante la crisi 2008	
3.1 Introduzione	31
3.2 Le fasi della crisi	31
3.3 Dinamiche comportamentali e unicorns nel periodo della crisi	34
3.4 Il caso Uber	37
3.4.1 La storia	37
3.4.2 Lo status di Unicorn	38
3.5 Conclusioni	41
Conclusioni	42
Bibliografia	43
Sitografia	44

INTRODUZIONE

A partire dagli anni 2000 un nuovo ed importante trend ha iniziato a diffondersi nei mercati finanziari: stavano nascendo sempre più Unicorns.

A differenza della creatura mitologica, in questo caso una Unicorn è una startup la cui valutazione raggiunge e a volte supera il miliardo di dollari, rimanendo nel mercato privato.

Ciò che ha permesso a questo fenomeno di svilupparsi in maniera così esponenziale, è in parte dovuto alle diverse attitudini degli investitori. Le Unicorns raggiungono valutazioni così cospicue grazie agli ingenti capitali di rischio apportati da parte di società di Venture Capitalist e grandi investitori privati, in particolar modo lo scenario è andato trasformandosi nel tempo, avendo come protagonisti investitori che tradizionalmente non figuravano sul mercato in modo così marcato.

D'altro canto entrare nel club delle Unicorns è una grande fonte motivazionale per il management, il cui obiettivo è principalmente quello di raggiungere questo status alquanto raro per una società, soprattutto se privata.

Il fattore psicologico in questo caso interviene spingendo l'individuo a voler sempre di più per un appagamento personale.

La finanza comportamentale evidenzia come a volte in un contesto economico, l'individuo operi irrazionalmente, mosso da fenomeni psicologici distorsivi che possono influenzare il processo decisionale dei manager. La soglia del miliardo di dollari è un esempio di obiettivo non razionale che può portare ad errori nella fase di valutazione degli investimenti.

La behavioral finance nasce con il fine di spiegare quelle situazioni che la teoria classica non è in grado di analizzare fino in fondo, basandosi questa sul presupposto di efficienza dei mercati e piena razionalità degli individui che operano sul mercato.

Nel corso dell'elaborato verrà evidenziato il ruolo della finanza comportamentale, in particolar modo soffermandosi sui comportamenti irrazionali degli agenti economici. A tal fine si analizzeranno le anomalie comportamentali che inducono questi ad intraprendere scelte che allontanano il mercato dalla sua forma di efficienza; ci si soffermerà dunque sui concetti di bias cognitivi, euristiche ed effetti di framing, i quali spiegano come gli individui non sempre compiono le proprie scelte in modo logico e sistematico.

Le Unicorns nascono proprio grazie al differente trend che si è sviluppato nel mercato, ed in particolar modo la predilezione del management nel non rivolgersi al mercato pubblico tramite una IPO, il quale è tradizionalmente uno step comune a tutte le compagnie, ma nel rimanere il più a lungo possibile private. Ciò è possibile tramite un processo chiamato PIPO, il quale prevede la raccolta di capitali tramite il collocamento privato; l'analisi si soffermerà su come ciò ha inciso sulla diffusione e distribuzione delle Unicorns, e le implicazioni che questo trend ha comportato.

L'elaborato analizza inoltre una peculiarità legata alle Unicorns, le quali si sono diffuse maggiormente durante la crisi finanziaria del 2008.

Necessità di innovazioni, overconfidence ed economia debole, hanno permesso a questo fenomeno di espandersi in un periodo storico negativo, facendo sì che questi business uscissero vincitori dalla recessione. L'elaborato analizzerà una Unicorn in particolare, Uber, la quale nasce durante la crisi finanziaria, e la cui crescita esponenziale le permette di raggiungere una valutazione di 68 miliardi di dollari. La finanza comportamentale dimostra come dinanzi ad una crisi i comportamenti degli individui siano irrazionali; la maggior parte delle persone vengono sommerse dal clima di ostilità di cui è protagonista il mercato, altri decidono invece di mettersi in gioco tramite investimenti o creazioni di nuovi business.

CAPITOLO 1

FINANZA COMPORTAMENTALE E IRRAZIONALITA' DEGLI INVESTIMENTI

1.1 Introduzione

La teoria finanziaria classica assume che gli individui siano perfettamente razionali e agiscano utilizzando set informativi completi ed omogenei, volti alla massimizzazione della propria utilità.

Le evidenze empiriche hanno però smentito l'ipotesi di mercati efficienti¹ e di razionalità degli individui. Questi infatti sembrano commettere sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenza, difficilmente conciliabili con l'ipotesi di razionalità delle scelte.

Emergono così i limiti della teoria classica riguardo le caratteristiche dell'agente economico, il quale non solo non è in grado di utilizzare a pieno tutta l'informazione disponibile, ma commette anche errori di percezione ed elaborazione dell'informazione stessa.

È proprio in questo contesto che interviene la finanza comportamentale, cercando di dare una spiegazione a tali errori, attingendo alla psicologia cognitiva.

La ricerca empirica ha posto in evidenza molteplici deviazioni dei comportamenti degli individui economici rispetto alla teoria classica. Per questo motivo la finanza comportamentale pone l'attenzione sugli aspetti emotivi dell'agire umano più che su quelli razionali- normativi.

Il capitolo individuerà l'origine della finanza comportamentale, evidenziando le caratteristiche che la discostano dalla teoria classica.

In particolar modo la finanza comportamentale individua errori sistematici degli individui, denominati Bias, ossia pregiudizi che portano i soggetti a comportarsi in maniera razionale, ovvero in maniera diversa da quanto la teoria classica di razionalità prevede.

Oltre a questi errori cognitivi verrà analizzata un'altra anomalia comportamentale definita Euristica, che comprende un insieme di strategie, previsioni e scelte per ricercare un argomento, o una teoria adeguati a risolvere un dato problema.

L'analisi sulla finanza comportamentale verrà completata con l'analisi del concetto di Frame, andando ad osservare come le decisioni degli individui assumono esiti diversi a seconda del contenuto entro cui il problema viene presentato.

¹ "Principi di finanza aziendale" a cura di Brealey, Myers, Allen, Sandri, edizione VII: l'ipotesi di base è che nei mercati efficienti i prezzi seguono percorso causale (random walk), in quanto le variazioni successive di valore sono indipendenti tra loro. Questo avviene poiché altrimenti se le variazioni di prezzo odierne potessero essere sfruttate per prevedere le variazioni di prezzo future, gli investitori non avrebbero alcuna difficoltà a realizzare facili guadagni. Ma in un contesto di competitività questa situazione non perdurerebbe, poiché non appena gli investitori cercano di trarre vantaggio dall'informazione sui prezzi passati, questi tenderanno ad aggiustarsi immediatamente annullando qualsiasi opportunità di profitto.

I vari aspetti della finanza comportamentale saranno presentati sul piano sia generale, con esempi numerici, sia in ambito economico-finanziario, tramite esempi che maggiormente chiariranno gli atteggiamenti irrazionali degli agenti economici.

1.2 Definizione

La finanza comportamentale (ossia la *behavioral finance*), è il ramo della finanza che mette in rilievo gli aspetti irrazionali del comportamento degli investitori.²

Nasce alla fine degli anni '70 grazie agli studi compiuti nell'ambito della psicologia cognitiva e sperimentale; studi che misero in discussione la teoria finanziaria classica prevalente che presupponeva un decisore razionale e pienamente informato.

Gli studi ponevano quindi la loro attenzione sul processo decisionale dei soggetti, discostandosi da quelli formulati dalla teoria classica. In particolar modo la finanza comportamentale vuole spiegare le deviazioni sistematiche che gli agenti economici operano rispetto ai modelli economici tradizionali, studiando le cause psicologiche e comportamentali di tali individui.

Questa scienza mostra come gli individui non utilizzino regole logiche e statistiche come prevedono i modelli classici, al contrario spiega come le scelte e le decisioni compiute da questi siano mosse da valutazioni intuitive, basate sulle esperienze e sulle reazioni emotive.

La finanza comportamentale si basa principalmente su due punti: i limiti dell'arbitraggio e la psicologia. Per quanto riguarda il primo punto, gli investitori razionali tramite l'arbitraggio cercano di trarre profitto dagli squilibri del mercato, ossia nel momento in cui il prezzo delle azioni si allontana dal suo valore fondamentale, si crea un'opportunità di guadagno di cui l'arbitraggista approfitta, in modo tale da poter realizzare un guadagno certo senza costi.

Gli operatori finanziari causano pressioni sulla domanda e l'offerta di titoli, riportando poi così il mercato all'equilibrio.³

Nella realtà operativa però gli investitori razionali interagiscono con quelli irrazionali, i quali a causa di un'errata valutazione delle aspettative, o per un eccessivo ottimismo, impediscono al mercato di ristabilire il proprio equilibrio, rendendo così l'arbitraggio costoso e notevolmente rischioso ed incapace di riportare il prezzo al suo valore fondamentale.

Il secondo punto, quello riguardante la psicologia, si occupa appunto degli aspetti psicologici ed in particolar modo cerca di prevedere le violazioni degli assiomi di razionalità nella fase di valutazione e nel processo di scelta.

Si cerca dunque un ponte tra i modelli cognitivi del processo decisionale caratterizzati da incertezza e rischio, con i modelli economici che si basano sul comportamento razionale.

² "Principi di finanza aziendale" a cura di Brealey, Myers, Allen, Sandri, edizione VII; finanza comportamentale

³ Dispense Matematica Finanziaria, G.Olivieri, G. Foschini, M. Staffa anno 2007/2008, Parte 1

La teoria che ha riscontrato maggior successo nel campo della finanza comportamentale è la Teoria del Prospetto (*Prospect Theory*), di Khaneman e Tversky nel 1979⁴.

Questo studio si pone l'obiettivo di spiegare attraverso tecniche di psicologia cognitiva il modo in cui i soggetti economici prendono le loro decisioni e cerca di individuare quali sono gli aspetti psicologici che fanno venir meno la teoria classica.

La teoria del prospetto viene presentata come valida alternativa alla teoria economica tradizionale di Von Neumann e Morgenstern⁵, secondo cui un individuo è definito razionale quando si pone come obiettivo la massimizzazione del proprio benessere, allocando in maniera ottimale le risorse di cui dispone (massimizzazione definita da una determinata funzione di utilità), oltre che ad avere a disposizione una perfetta informazione.

Il modello di Khaneman e Tversky si sostituisce a quello tradizionale il quale risulta troppo semplificato, e cerca di spiegare quali sono i fattori psicologici che incidono sulle decisioni del soggetto economico, e che quindi fanno venir meno la teoria classica. Infatti a differenza della Teoria dell'utilità attesa che fornisce un modello teorico relativo alle modalità con cui le persone dovrebbero comportarsi per prendere la decisione più vantaggiosa, la Teoria del prospetto fornisce un modello teorico riguardante i processi decisionali che inducono gli individui a prendere determinate decisioni, in condizione di rischio.

Con diversi esperimenti i due economisti dimostrarono infatti come le scelte degli individui si discostassero dai principi classici, ed in particolar modo focalizzarono la loro attenzione su quattro fenomeni psicologici collegati tra loro. Il primo di questi è l'effetto Contesto (o framing)⁶, secondo cui il contesto in cui l'individuo si trova a operare la scelta, ha un effetto determinante sulla scelta stessa.

Il secondo fenomeno è quello dell'avversione alle perdite⁷, il quale afferma che la maggior parte degli individui è più propenso a rinunciare ad un guadagno piuttosto che incorrere in una perdita. Quindi un soggetto può intraprendere scelte anche opposte se gli esiti a lui presentati sono rappresentati come perdite piuttosto che come mancati guadagni. Ad esempio è più facile rinunciare a un possibile sconto piuttosto che accettare un aumento di prezzo, anche se la differenza tra il prezzo iniziale e quello finale è la stessa.

A seguire vi è l'effetto isolamento, ossia a volte alcune scelte degli individui possono portare a preferenze incoerenti, in quanto per semplificare la scelta, spesso vengono

⁴ "La mente finanziaria" a cura di Riccardo Ferretti, Enrico Rubaltelli, Rino Rumiati; Il Mulino; pag 26

⁵ "La mente finanziaria" a cura di Riccardo Ferretti, Enrico Rubaltelli, Rino Rumiati; Il Mulino; pag 14; Teoria dell'utilità attesa di Von Neumann e Morgenstern 1947 : modello classico secondo cui l'assunzione della razionalità è alla base dei comportamenti degli individui. Nello specifico descrive e studia le preferenze individuali sottostanti il comportamento del consumatore in condizioni di rischio, cioè quando l'individuo è chiamato a prendere una decisione senza conoscere con certezza ex ante quale stato del mondo si verificherà, ma conosce la lista dei possibili eventi, a ciascuno dei quali associa una probabilità di realizzazione. In questa teoria si assume che il problema venga risolto attribuendo un valore a ciascuna alternativa, e scegliendo quella con il valore più elevato.

⁶ Cfr. 1.3.3 per maggiori approfondimenti

⁷ Cfr. paragrafo 1.3.3.1

ignorati i componenti probabilistici delle alternative, isolano quindi le probabilità consecutive invece di trattarle insieme.

L'ultimo effetto osservato è l'effetto di Riflessione, secondo cui gli individui sono più orientati a eventi positivi/negativi che hanno minor/maggior valore ma che allo stesso tempo hanno maggiori/minori probabilità di manifestarsi, rispetto ad eventi positivi/negativi di maggior/minor valore ma che hanno probabilità minori/maggiori di manifestarsi.

La value function (funzione valore) (Figura 1) rappresenta graficamente le probabilità di determinati eventi e si pone l'obiettivo di offrire una descrizione più veritiera del comportamento delle persone. E' definita su guadagni e perdite, è concava nel dominio dei guadagni (propensione al rischio) e convessa nel dominio delle perdite (avversione al rischio). Quindi piccole variazioni vicino al punto di partenza (solitamente lo status quo), per entrambi le regioni, hanno un impatto maggiore rispetto a variazioni di maggiori entità ma più distanti rispetto al punto precedentemente considerato.⁸

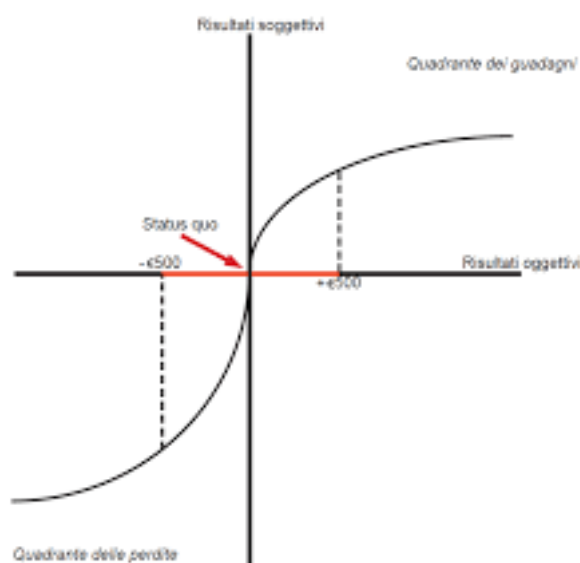


Figura 1 : La value function della Teoria del Prospetto di Kahneman & Tversky

Con il suo aspetto innovativo di basarsi su evidenze empiriche, la Teoria del Prospetto non mira a sostituirsi alla Teoria dell'Utilità, ma piuttosto ad integrarla. Infatti la stessa finanza comportamentale ha l'obiettivo di affiancare la dottrina tradizionale per cercare di spiegare quei fenomeni che le teorie classiche riescono.

⁸ "La mente finanziaria" a cura di Riccardo Ferretti, Enrico Rubaltelli, Rino Rumiati; Il Mulino; pag 108

1.3 Investitori Irrazionali

La finanza comportamentale, come precedentemente affermato, si basa sul presupposto che l'uomo economico sia un soggetto non totalmente razionale, discostandosi quindi dalla teoria classica di piena razionalità dell'individuo. Si evidenziano quindi delle anomalie decisionali, cioè gli individui assumono un comportamento differente rispetto a quello previsto dalla teoria classica.

Infatti secondo la teoria classica la massimizzazione del valore dell'impresa è l'obiettivo finale degli azionisti, presupponendo razionalità degli agenti economici ed efficienza di mercato.

In particolar modo questo obiettivo è sensato quando gli interessi dei manager e degli azionisti sono allineati, cioè i manager agiscono nell'interesse degli azionisti.

Infatti nel momento in cui gli obiettivi tra i due protagonisti dell'impresa sono diversi possono sorgere problemi come i costi di agenzia.⁹ Questi costi secondo la teoria tradizionale, possono essere arginati con sistemi di Corporate Governance¹⁰ volti ad assicurare che i manager abbiano effettivamente cura dei portafogli dei loro azionisti.

Secondo la finanza comportamentale, questi disallineamenti di interessi spesso sono dovuti a trappole psicologiche che limitano i manager, i quali valutano in modo errato ciò che può massimizzare il valore dell'impresa, e prendendo di conseguenza scelte che possono ledere l'impresa stessa.

La massimizzazione del valore resta l'obiettivo dei manager, ma il problema sorge quindi a cause delle modalità e delle scelte intraprese da questi per perseguire tale obiettivo, e a differenza dei costi di agenzia, i problemi a monte delle trappole psicologiche non possono essere risolti con meccanismi di Corporate Governance.

Ciò su cui maggiormente la finanza comportamentale si concentra è l'atteggiamento degli investitori verso il rischio e il modo in cui valutano le probabilità.

Infatti è noto come gli individui, nel momento in cui devono prendere una decisione rischiosa, siano riluttanti a subire un danno. Questa osservazione è alla base della Prospect Theory di cui precedentemente argomentato, secondo cui quindi intervengono fattori psicologici, come l'esperienza, che determinano la riluttanza degli individui ad incorrere in perdite.

E' proprio l'esperienza che porta gli individui a commettere errori sistematici nella stima delle probabilità di eventi futuri incerti; infatti nel prevedere i possibili eventi futuri, gli individui tendono a basarsi su quanto è già accaduto in circostanze analoghe. Il conservativismo e l'eccessiva fiducia in sé contribuiscono poi ad inciampare in errori di stima.

⁹ "Principi di finanza aziendale" a cura di Brealey, Myers, Allen, Sandri, edizione VII, pag 9
i costi di agenzia sono perdite che sorgono quando gli agent (per esempio i manager) non operano esclusivamente negli interessi dei principals (per esempio gli azionisti)

¹⁰ "Principi di finanza aziendale" a cura di Brealey, Myers, Allen, Sandri, edizione VII, pag 11:
Corporate Governance: insieme di meccanismi che inducono i manager ad agire negli interessi dei proprietari di un impresa (azionisti). In particolar modo questi meccanismi consistono in: obblighi legali e regolamentari; piani di remunerazione; consigli di amministrazione; monitoraggio.

Un sistema per ottenere profitto senza sopportare alcun rischio è quello dell'arbitraggio, ma vi sono dei limiti a ciò, e la finanza comportamentale vuole appunto evidenziarli, poiché gli individui non sempre sono in grado di sfruttare le inefficienze di mercato e quindi compiere arbitraggi privi di rischio.

Quindi le irrazionalità nelle scelte degli investitori possono generare anomalie, che a lungo andare limitano gli arbitraggi non permettendo il pieno raggiungimento dei prezzi di equilibrio. I limiti all'arbitraggio aprono la strada alla massa dei piccoli investitori i quali, con le loro distorsioni cognitive e convinzioni irrazionali, possono contribuire ulteriormente ad allontanare i prezzi dai valori fondamentali.

Nel prosieguo del paragrafo verranno presentate nel dettaglio quali sono queste anomalie comportamentali che inducono gli agenti economici ad intraprendere scelte che portano il mercato ad allontanarsi dalla sua forma di efficienza, e che quindi possono recare un danno agli azionisti ed all'impresa stessa.

1.3.1 I Bias Cognitivi

Per bias si intende una predisposizione ad un errore sistematico di tipo cognitivo. E' una forma di distorsione comportamentale, alla quale spesso ci si riferisce come "pregiudizio", nel senso proprio del termine, di qualcosa che viene prima di un giudizio.¹² Sono quindi tendenze sistematiche che portano gli individui a comportarsi in maniera irrazionale.

I tipi di bias sono molteplici, ma andremo ad analizzarne alcuni in particolare: overconfidence, eccessivo ottimismo, bias di conferma, bias dello status quo, illusione di controllo.

1.3.1.1 Overconfidence ed eccessivo ottimismo

L'Overconfidence, ossia l'eccessiva fiducia in sé stessi, è un tipo di bias che riguarda il grado di cognizione relativo alle proprie abilità e la consapevolezza dei propri limiti, il che porta ad un'eccessiva fiducia nei propri mezzi e ad una sopravvalutazione di sé.

Gli individui affetti da questa distorsione (bias), ritengono di essere più abili e di avere conoscenze e competenze superiori a quello che è realmente tendono quindi a sovrastimare/sottostimare la probabilità che si verifichino gli eventi attesi/inattesi.¹⁴

Spesso l'overconfidence si manifesta tra gli investitori giovani ed inesperti, entrati da poco sul mercato. Infatti ciò che spinge sempre di più un individuo ad accrescere la fiducia in sé stesso, sono le performance positive registrate. Un giovane investitore quindi, se fin da subito ottiene buoni risultati, tenderà ad avere sempre maggiore fiducia nelle proprie capacità. Risulta ovvio come questa rotta subirà un cambio di corrente non appena i risultati registrati inizieranno ad essere negativi, e quindi con una maggiore

¹² "Finanza comportamentale e investimenti: oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori", di E.M. Cervellati, McGraw-Hill, pag 6

¹⁴ "Principi di finanza aziendale" a cura di Brealey, Myers, Allen, Sandri, edizione VII pag. 337

esperienza e conoscenza dei propri limiti, questo eccessivo ottimismo tenderà a diminuire.

L'overconfidence è spesso confusa con l'eccessivo ottimismo. Quest'ultimo, detto anche iperottimismo, altro non è che il sovrastimare la frequenza di risultati positivi e sottostimare quella dei risultati sfavorevoli, e quindi i rischi.

Un investitore troppo ottimista potrebbe pensare che il titolo scelto avrà performances maggiori rispetto a ciò che sarebbe corretto attendersi in base al grado di rischio del titolo stesso.

L'iper-ottimismo prende il sopravvento soprattutto quando ci si confronta con temi conosciuti, che proprio a causa della loro familiarità, appaiono come facilmente governabili.

Da un punto di vista tecnico questi due fenomeni sono distinti in quanto l'overconfidence riguarda la considerazione che si ha di sé, ed è quindi un attributo personale, a differenza dell'iperottimismo che invece riguarda una percezione dell'ambiente esterno da parte dell'individuo.¹⁵

Questi bias possono influenzare notevolmente le decisioni dei manager, come per investimenti in grandi progetti, accordi di fusione, trasformazioni di capitale. Sono progetti con proprie caratteristiche distinte ed è quindi difficile confrontarli con situazioni precedentemente accadute, ma incorrendo in questi tipi di bias i decisori sovrastimano le proprie capacità di giudizio, e ciò può portare a conseguire risultati negativi.

Sono quindi le distorsioni più studiate poiché sono quelle più significative in termini di decisioni aziendali.

1.3.1.2 *Bias di conferma*

L'effetto conferma è un fenomeno cognitivo umano, ossia un processo mentale che consiste nel ricercare, selezionare ed interpretare informazioni in modo da dare peso eccessivo, attribuendo quindi maggiore credibilità, a quelle che supportano le proprie convinzioni o tesi, andando a sottovalutare o ignorare invece le informazioni che le contraddicono.¹⁶

In questo caso la mente tende a prendere atto delle informazioni ricevute in modo selettivo, cercando di proteggersi da interpretazioni della realtà che non è pronta ad affrontare.

Si manifesta quindi nella fase della raccolta dei dati, fa quindi riferimento alle proprie idee e convinzioni o alle decisioni che si è in procinto di intraprendere.

Una soluzione a questo tipo di trappola potrebbe essere quella di far divenire un'abitudine il mettere costantemente in discussione le proprie abitudini, opinioni e convinzioni, fino ad arrivare ad imbattersi in uno scenario mai considerato precedentemente, andando così a scalfire questo atteggiamento. In campo scientifico la soluzione consigliata è quella di

¹⁵ Finanza comportamentale e investimenti: oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori", di E.M. Cervellati, McGraw-Hill, pag 7

¹⁶ Finanza comportamentale e investimenti: oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori", di E.M. Cervellati, McGraw-Hill, pag 9

dimostrare la propria convinzione cercando tutte le prove del contrario; in questo caso la tesi sarà dimostrata per assurdo e quindi accettata poiché il contrario è impossibile.

Da un punto di vista finanziario, un impatto negativo di questo bias può essere quello di condurre gli investitori ad essere troppo fiduciosi e ad ignorare le prove che le loro strategie generano perdite. Ragionando per assurdo, e quindi cercando di arginare il bias, l'investitore potrebbe immaginare che i propri investimenti sono precipitati di valore e chiedersi i motivi di tale conseguenza negativa.

1.3.1.3 *Bias dello Status Quo*

Il bias dello status quo viene usato nell'ambito della finanza comportamentale per indicare un comportamento non razionale dell'individuo nel momento in cui deve effettuare una decisione, ed a rimanere ancorato alla situazione in cui si trova.¹⁷

Il termine viene coniato da Samuelson e Zeckhauser, e successivamente Kahnemann, Thaler e Knetsch, dopo aver condotto ulteriori studi su questo effetto, spiegano questa tendenza con una combinazione tra avversione alla perdita ed effetto dotazione.¹⁸

Nel momento in cui l'individuo è dinanzi ad una scelta, tenderà a valutare maggiormente le potenziali perdite, rispetto ai mancati guadagni; questa avversione alla perdita comporta quindi la preferenza dell'individuo a rimanere nella situazione attuale (status quo), piuttosto che ad altre possibili, in quanto la situazione attuale è considerata punto di riferimento, e qualunque mutamento viene recepito come una perdita. Ciò in condizioni di incertezza.

Un esempio molto comune è nell'ambito dei contratti di telefonia o di energia elettrica: si tende a rimanere con il fornitore abituale, anche nel caso in cui il contratto non sia ottimale.

Uno strumento efficace per ridurre tale fenomeno è il test dell'inversione; ossia se si ritiene che una scelta che richiede un cambiamento sia dannosa e quindi si preferirebbe rimanere nella situazione attuale, allora si può provare ad immaginare una scelta simile ma contraria, e se anche questa ha conseguenze negative, allora la scelta iniziale potrebbe invece avere effetti positivi.

La logica di questo test è quella di dimostrare che certe decisioni ammettono una serie ampia di scelte e situazioni, quindi solo un numero ridotto di situazioni può essere quella ottimale e perfetta. Questo fa sì che risulti improbabile che la situazione attuale dell'individuo sia lo scenario perfetto, quindi qualche cambiamento potrebbe migliorare la situazione stessa.

¹⁷Finanza comportamentale e investimenti: oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori", di E.M. Cervellati, McGraw-Hill, pag 13

¹⁸fondamenti della Teoria del prospetto (paragrafo 1.2). L'effetto dotazione viene spiegato da Thaler (1992), mostrando che, per quanto plausibile, la comune assunzione secondo cui le preferenze siano invarianti rispetto alla posizione patrimoniale dell'individuo in quel momento, non è sempre vera. Mostra con un esperimento come l'individuo tende a domandare per un bene che possiede più di quanto l'individuo stesso sarebbe disposto a spendere per acquistarlo.

1.3.1.2 *Illusione di Controllo*

L'Illusione di Controllo, è la tendenza delle persone, in particolare dei manager, a sovrastimare la loro capacità di controllare gli eventi ed i risultati delle proprie decisioni.¹⁹

L'esito delle decisioni prese dai manager dipende da una combinazione di fortuna e abilità personale; questi confidano nelle loro capacità a tal punto da credere di poter controllare anche eventi casuali tramite delle previsioni, legate ad un'idea che il manager stesso si crea della situazione.

E' dimensione della autoefficacia²⁰, il cui senso si esercita appunto nella Illusione di controllo, cioè l'idea che si ha circa la capacità di detenere determinati risultati, e maggiore è la difficoltà del compito, maggiore sarà il grado di controllo dell'individuo.

Bandura sostiene la tesi secondo cui l'illusione di controllo motiva l'individuo nel persistere in attività quando si potrebbe facilmente rinunciare.²¹

All'illusione di controllo si associa quindi un grado di eccessivo ottimismo nelle proprie capacità, estremizzando il concetto di overconfidence, fino a che l'individuo arriva a ritenere che le proprie azioni possano influenzare eventi completamente indipendenti e a pensare di essere in grado di influire sul corso degli eventi. Un investitore potrebbe per esempio acquistare casualmente un titolo che batte il mercato, e convincersi che questo sia il risultato di sue abilità e doti, invece che mera fortuna.

1.3.2 **Le Euristiche**

La seconda tipologia di anomalia comportamentale che andremo ad analizzare sono le Euristiche.²²

Abbiamo analizzato come gli individui non agiscano in maniera perfettamente razionale, questo fa sì che non sempre le loro scelte sono compiute in modo logico e sistematico, dopo un'attenta analisi delle informazioni in loro possesso, ma spesso effettuano le proprie scelte in modo intuitivo, mossi dall'emotività. Questo procedimento non rigoroso di ricerca, previsione e scelta, prende il nome di Euristiche.

Il termine trae origine dal greco eureka (trovare), e sta ad indicare appunto una procedura che aiuta a trovare risposte adeguate, anche se spesso errate, ad interrogativi difficili, tramite un approccio non razionale, ma affidandosi per lo più all'intuito e ad esperienze personali.²³

Infatti molto spesso a causa della complessità delle scelte da intraprendere, gli individui ricorrono alle euristiche, che possiamo delineare come "scorciatoie mentali", dove con

¹⁹ Finanza comportamentale e investimenti: oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori", di E.M. Cervellati, McGraw-Hill, pag 11

²⁰ "Autoefficacia: Teoria e applicazioni", di A. Bandura, Erikson, edizione 2000 :

"autoefficacia" fiducia che un individuo ha sulle proprie capacità di ottenere gli effetti voluti con la propria azione. Concetto introdotto per la prima volta da Albert Bandura, psicologo dell'università di Stanford, il quale concentrò i suoi studi sulla teoria sociale cognitiva.

²¹ "Autoefficacia: Teoria e applicazioni", di A. Bandura, Erikson, edizione 2000

²² "Pensieri lenti e veloci" di D. Kahneman, Mondadori; parte seconda : per approfondire il concetto di euristica

²³ "Pensieri lenti e veloci" di D. Kahneman, Mondadori

intuito ed esperienza, l'individuo cerca di reperire ed analizzare più informazioni possibili nel modo più veloce, per semplificare il problema decisionale e quindi giungere ad una scelta.

Le euristiche hanno quindi permesso l'evoluzione dell'essere umano, in quanto in un ambiente ostile o a lui sconosciuto, non potendo fare affidamento sulle conoscenze di cui dispone, l'uomo non può fermarsi a ragionare, ma deve agire. Ed è proprio questo il concetto alla base dell'euristica: prendere la decisione migliore nel modo più breve possibile basandosi sul bagaglio di informazioni accumulate nel tempo, che non in un clima di incertezza intervengono per guidarci verso la soluzione per noi più adatta e giusta.

Questo concetto sembra spingere l'uomo a prendere decisioni ottimali, ma in realtà come abbiamo analizzato precedentemente, l'individuo tende a commettere errori sistematici di giudizio: i Bias cognitivi; le euristiche quindi possono funzionare in determinati ambiti, ma possono portare all'inevitabile predisposizione all'errore di giudizio in altri.

In particolar modo le euristiche che verranno analizzate sono quelle della rappresentatività, disponibilità, affetto e ancoraggio.²⁵

1.3.2.1 Rappresentatività

L'euristica della rappresentatività serve a rispondere a diversi problemi statistici del tipo "Qual è la probabilità che l'oggetto A appartenga alla classe B?"; nel rispondere ci si affida a questa euristica tramite cui le probabilità sono valutate in base al grado con cui A è rappresentativo di B, cioè in base al grado con cui A somiglia a B.²⁶

Nel momento in cui si è dinanzi ad una scelta, questa euristica spinge l'individuo ad esprimere una propria valutazione categorizzando le informazioni ricevute in base ad analogie o al loro grado di rappresentatività della categoria.

Non tenendo conto delle probabilità statistiche, e dei relativi calcoli per stimare la probabilità di successo di un evento piuttosto che di un altro, con questa euristica l'individuo non ragiona considerando la numerosità del campione né le regole della probabilità, ma si affida ad una valutazione di probabilità dell'evento in base al grado di rappresentatività di eventi simili.

Kahneman individua in questo contesto l'atteggiamento di "illusione di validità", ossia la fiducia che l'individuo ha nella propria previsione dipende soprattutto dal grado di rappresentatività (cioè dalla qualità della corrispondenza tra il risultato scelto e l'input informativo) e dai fattori che possono limitare l'accuratezza della previsione, i quali non sono tenuti in considerazione.

Un esempio proposto da Kahneman a riguardo è il seguente:

"Steve è molto timido e chiuso. Sempre disponibile, ha però scarso interesse per le persone o il mondo della realtà. Anima mite e ordinata, ha bisogno di ordine e struttura, e una passione per il dettaglio". Come valutano, i soggetti a cui è stata data una lista di probabili professioni che Steve esercita, la probabilità che egli faccia un mestiere piuttosto che un altro?

²⁵Finanza comportamentale e investimenti: oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori", di E.M. Cervellati, McGraw-Hill, tipologie di euristiche

²⁶ "Pensieri lenti e veloci" di D. Kahneman, Mondadori

Per l'euristica della rappresentatività, la probabilità che Steve sia un bibliotecario è stimata in base al grado in cui egli è rappresentativo dello stereotipo del bibliotecario. Questo metodo di giudizio delle probabilità però conduce ad errori poiché la somiglianza non è influenzata da molti fattori che invece devono influenzare il giudizio. Uno di questi è l'"insensibilità alla probabilità a priori dei risultati", cioè la rappresentatività è insensibile alle informazioni di base che incidono sulla probabilità. Nell'esempio di Steve una qualsiasi stima ragionevole della probabilità che egli sia un bibliotecario piuttosto che un agricoltore dovrebbe prendere in considerazione un dato statistico come la numerosità di bibliotecari e agricoltori nella popolazione. Tramite la rappresentatività la probabilità a priori è ignorata.²⁷ Molto spesso il risultato di questa euristica è quello di sovrastimare la probabilità di due eventi congiunti, cioè simili, e sottostimare la probabilità di due eventi disgiunti (Conjunction fallacy).²⁸

1.3.2.2 *Disponibilità*

Predisposizione dell'individuo nel valutare le probabilità di un evento in base alla facilità con cui vengono in mente esempi o casi in cui quell'evento si è verificato.²⁹ Si valuta quindi la probabilità o frequenza di un evento o situazione, facendo affidamento sulla facilità con cui un caso simile venga ricordato non considerando il contesto. Appare chiaro quindi come eventi più facilmente ricordabili e recenti possano apparire come quelli più probabili, rispetto ad altri eventi magari di pari frequenza ma più difficili da ricordare. Questa tendenza conduce a dei bias prevedibili. Uno di questi è il "bias dovuto all'efficacia di un sistema di ricerca"; tramite un esempio si vuole spiegare come ciò che nella nostra memoria è più vivido, può portare a commettere errori di valutazione. L'esempio riportato a riguardo è il seguente: "supponiamo di campionare a caso una parola di tre o più lettere da un testo inglese. È più probabile che inizi per "R", o che abbia "R" come terza lettera?". I soggetti affrontano il problema ricordando parole che iniziano per R (road), e che hanno la R come terza lettera (car). La valutazione della frequenza si baserà sulla facilità con cui le parole dei due tipi vengono loro in mente. Essendo più facile reperire parole che iniziano per consonante, la maggior parte dei soggetti giudica più frequenti le parole che iniziano per consonante rispetto alle parole che hanno la medesima consonante in terza posizione. In un contesto economico, questa euristica, che porta quindi a considerare le informazioni più prontamente disponibili come quelle migliori, possono portare ad errori di valutazione, come errate scelte di investimento da parte di un manager, che potrebbero ridurre il valore dell'impresa a causa di priorità e rischi mal ponderati.³⁰

²⁷ "Pensieri lenti e veloci" di D. Kahneman, Mondadori

²⁸ "Consob, quaderni di finanza: errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail, N.Linciano, 2010", pag 6

²⁹ "Pensieri lenti e veloci" di D. Kahneman, Mondadori

³⁰ Finanza comportamentale e investimenti: oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori", di E.M. Cervellati, McGraw-Hill, pag 16

1.3.2.3 *Affetto*

Euristica che riguarda strettamente la sfera emozionale dell'individuo. Questa infatti esalta, più delle altre euristiche, il concetto cardine della finanza comportamentale, ossia che le emozioni sono fondamentali nel processo decisionale.

In particolar modo ad ogni stimolo e ad ogni immagine mentale recuperata dalla memoria, vengono associati delle emozioni.

Tramite le immagini mentali è possibile recuperare informazioni su persone, cose, eventi, e più risulta dettagliata l'immagine, più intense saranno le emozioni ad essa associate.³¹

In particolare le emozioni richiamano alla mente, con relazioni di tipo sistematico, altre immagini mentali collegate emotivamente allo stimolo iniziale.

Kahneman nei suoi studi individua due processi decisionali che intervengono affinché l'individuo effettui la propria scelta, indicandoli con "Sistema 1" e "Sistema 2", ispirandosi ad Epstein, psicologo e fautore della teoria dell'intelligenza chiamata Cognitive Experiential Self Theory (CEST), il quale propone un modello di percezione basandosi sull'idea che le persone operano secondo due sistemi separati per elaborare le informazioni: uno razionale ed uno esperienziale, rispettivamente il sistema 2 ed 1 di Kahneman.

Il primo, razionale, è analitico, agisce in maniera lenta, comporta il dispendio di molte risorse cognitive, è intenzionale e logico, facilmente cambiato attraverso la ragione e consapevole.

Il sistema esperienziale invece è olistico, agisce in maniera veloce, automatico ed emotivo, resistente al cambiamento e preconsco.³³

Sono sistemi che si compensano ed interagiscono tra loro, ma quello esperienziale tenderà sempre a precedere quello razionale.

Non è necessario che l'emozione raggiunga la soglia della consapevolezza affinché influenzi la parte razionale del cervello; si può parlare infatti di inconscio cognitivo, ossia un sistema che organizza le informazioni in modo automatico ed intuitivo, condizionando così il comportamento ed il processo decisionale.

Il sistema esperienziale, sovrastando quello razionale, tende quindi a sostituire quest'ultimo anche quando gli individui sono a conoscenza delle risposte corrette. È più ricettivo, quindi interpreta gli eventi basandosi su esperienze passate, chiamando alla mente le emozioni scaturite da questi eventi, e trovando quindi la soluzione a problemi di natura concreta; ma il suo limiti viene ad evidenziarsi nel momento in cui i problemi sono di natura astratta, in cui la parte razionale del cervello interviene maggiormente.

Questa euristica è strettamente legata alla percezione del rischio, infatti il piacere provato per una certa attività è correlato negativamente al grado di rischio che si attribuisce all'attività stessa.

³¹ "Pensieri lenti e veloci" di D. Kahneman, Mondadori:

Concetto di immagini ed emozioni analizzato a fondo da A. Damasio, neurologo e psicologo, a cui si deve l'importante scoperta di identificazione delle aree neuronali implicate nei processi emotivi e la dimostrazione che le emozioni sono implicate nel prendere decisioni.

³³ "American Psychologist Association", S. Epstein, copia 1994 :

[http://ocean.otr.usm.edu/~w535680/Epstein%20\(1994\).pdf](http://ocean.otr.usm.edu/~w535680/Epstein%20(1994).pdf)

Da un punto di vista economico, nella valutazione di imprese, i manager solitamente valutano come migliori le aziende con beta bassi³⁴, quindi poco rischiose, ed ad esse associano quindi sentimenti positivi, in quanto si aspettano rendimenti alti e rischio basso. Questo spinge quindi a considerare inversamente proporzionale la relazione tra rischio e rendimento.

L'affetto può portare a fare affidamento sugli istinti piuttosto che su un'analisi di valutazione formale, e ciò potrebbe condurre un manager a scegliere un progetto con VAN negativo, riducendo il valore dell'impresa.

Il metodo del VAN (valore attuale netto)³⁵, è il metodo tradizionale per valutare i flussi di cassa futuri generati da un progetto, e quindi per decidere se intraprendere o meno un progetto di investimento.

La regola base del VAN è quella di accettare gli investimenti che hanno valore attuale netto positivo.

Quindi secondo l'euristica dell'affetto, i manager invece che valutare un progetto basandosi su regole matematiche, come quella del VAN, sono spinti dalle emozioni e da giudizi personali ad intraprendere determinati progetti che potrebbero risultare di valore inferiore.

1.3.2.4 *Ancoraggio*

L'euristica dell'ancoraggio consiste nella caratteristica dell'individuo di fare stime cominciando da un valore iniziale stabilito in precedenza, che è aggiustato in modo da fornire la risposta finale.³⁶

Questo valore iniziale è quindi l'ancora di partenza a cui si fa riferimento per esprimere un giudizio o effettuare una scelta, soprattutto in condizioni di incertezza o per dare delle stime numeriche; successivamente ogni qualvolta che l'individuo recepisce nuove informazioni, tende ad aggiustare questo valore iniziale, ma in modo insufficiente, in quanto si tende ad aggiustare la stima nella direzione in cui si ritiene corretta la risposta. Se l'ancora viene fornita, ossia se il fatto/valore iniziale viene comunicato, e da questo valore l'individuo deve effettuare la propria scelta, allora si nota come il soggetto parte dall'ipotesi che l'ancora sia la risposta giusta, cercando di recuperare più informazioni possibili immagazzinate nella propria memoria in modo da confermare l'ipotesi (effetto conferma).

Nel caso in cui l'ancora non viene fornita, allora l'individuo la auto-genera mentalmente, ed in questo caso sa che l'ancora non è la risposta corretta, quindi cerca informazioni che possano aggiustare il suo giudizio, sia in modo positivo che negativo, a seconda di quale crede sia la risposta corretta.

³⁴ "Principi di finanza aziendale" a cura di Brealey, Myers, Allen, Sandri, edizione VII

Beta: sensibilità del rendimento di un'attività al rendimento del portafoglio di mercato; il beta è una misura del rischio. In particolare un beta basso (inferiore ad 1) corrisponde ad un titolo poco rischioso rispetto al portafoglio di mercato, viceversa un beta alto (superiore ad 1) corrisponde ad un titolo più rischioso rispetto al portafoglio di mercato

³⁵ "Principi di finanza aziendale" a cura di Brealey, Myers, Allen, Sandri, edizione VII VAN: creazione netta di valore di un progetto. Dato da Valore attuale meno investimenti iniziale

³⁶ "Pensieri lenti e veloci" di D. Kahneman, Mondadori

Una tipica ancora mentale è quella del prezzo di un titolo. In particolare l'investitore, per decidere se il prezzo del titolo salirà, si avvale del prezzo del titolo in un determinato momento senza considerarne la storia e la variabilità del suo prezzo durante il corso del tempo. Per esempio un titolo può avere un valore elevato in un determinato momento, ma potrebbe non essere un investimento sicuro a causa dell'andamento altalenante che lo ha caratterizzato in passato. Non andando a confrontare il prezzo del titolo nella sua serie storica, l'investitore si affida quindi esclusivamente al suo giudizio, dovuto al valore in un determinato momento, e andando a commettere così errori decisionali.

1.3.3 Effetti di Framing

“Il termine dipendenza da framing significa che il modo in cui si comportano le persone dipende dal modo in cui i loro problemi decisionali sono stati incorniciati”.³⁷

Per Frame (cornice) si intende il contesto nel quale le esperienze sono inquadrare/prendono senso per l'individuo.

Le scelte e preferenze infatti sono molto influenzate dal contesto in cui sono proposte e dalle modalità con cui è posto il problema; ad esempio di fronte a problemi identici, l'individuo decide in modo diverso a seconda nell'inquadramento (e quindi contesto) adottato. L'inquadramento può derivare anche da errori di ragionamento, da informazioni errate o incomplete, che inducono l'individuo ad adottare un solo punto di vista superando quindi la teoria classica di razionalità delle preferenze e del processo di scelta.

La Teoria del Prospetto (di Kahneman e Tversky) spiega gli effetti framing, ed in particolar modo viene impiegata per spiegare le modalità decisionali dei soggetti in un contesto di incertezza e rischio.

In particolar modo andremo ad analizzare alcuni fenomeni rappresentativi del framing: avversione alla perdita ed effetto certezza.³⁸

1.3.3.1 Avversione alla Perdita

Secondo questa teoria la reazione ad una perdita è più forte della reazione ad un guadagno di pari importo. È emerso infatti che il rapporto tra dispiacere legato ad una perdita e il piacere derivante da un guadagno di stesso ammontare è di circa 2:1 (cioè il doppio).

Di fronte al rischio quindi gli individui si comportano in modo avverso.

Lanciando per esempio una moneta con testa e croce, un gioco rischioso del tipo 50 e 50, le probabilità di perdita e di guadagno sono le stesse, ma la maggior parte degli individui attribuisce maggiore importanza alla perdita.

L'avversione alla perdita porta a commettere molti errori nelle scelte di investimento: l'investitore che valuta un investimento o il proprio portafoglio azionario sarà più propenso a vendere azioni che sono aumentate di valore, sono cioè in attivo, tenendo

³⁷ Shefrin (2002); fonte working papers pag. 12
<https://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/7439/1/TEWP012014.pdf>

³⁸ “Consob, quaderni di finanza: errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail, N. Linciano, 2010”: per approfondimento sui fenomeni rappresentativi del framing

quelle che invece sono in deprezzamento, e che finiscono per essere quelle su cui aggrapparsi. Nel lungo termine il portafoglio sarà quindi composto solo da azioni in perdita, non generando alcun profitto per l'investitore. Quest'ultimo infatti temendo di subire una perdita, preferisce non vendere le azioni che sono diminuite di valore, per non rendere la perdita tangibile.

1.3.3.2 *Effetto Certezza*

Il premio nobel per l'economia M. Allais, con il suo "paradosso di Allais"³⁹, aveva notato come spesso gli individui, posti dinanzi ad una scelta, si comportavano in modo irrazionale, violando l'ipotesi di massimizzazione dell'utilità attesa.

Kahneman e Tversky approfondirono questa teoria e definirono questo paradosso "effetto certezza".

Viene proposto un esempio numerico per approfondire e comprendere meglio questo concetto:

Ad un campione di soggetti viene chiesto di scegliere tra le opzioni di due problemi:

- 1) A: vincita sicura di 20\$
B: 80% di probabilità di vincere 40\$

- 2) A: vincita di 20\$ con 25% di probabilità
B: vincita di 45\$ con 20% di probabilità

I soggetti erano spinti a scegliere l'opzione A nel problema 1, e l'opzione B nel problema 2.

Infatti nel primo problema la tendenza era di scegliere l'esito certo, nonostante avesse valore atteso inferiore rispetto all'altra alternativa; mentre nel secondo problema la scelta era orientata più verso l'evento con valore atteso maggiore, ma minore probabilità di verificarsi.

I due psicologi spiegano queste scelte incoerenti affermando che la riduzione di un fattore dato della probabilità di un determinato esito, produce un impatto maggiore se l'esito è inizialmente certo, rispetto al caso in cui l'esito è inizialmente solo probabile.⁴⁰

Nell'esempio proposto infatti il passaggio da una probabilità del 100% ad 80%, anche se di uguale ammontare rispetto alla riduzione nel secondo problema dal 25% al 20%, viene percepita in modo maggiormente negativo e significativo. Questo è scaturito dal fatto che gli individui tendono a dare maggiore importanza ad eventi certi, e a sottovalutare eventi molto poco probabili poiché ritenuti impossibili.

L'irrazionalità nello scegliere l'esito certo è comunque collegabile al grado di avversione al rischio dell'individuo.

³⁹ "La mente finanziaria" a cura di Riccardo Ferretti, Enrico Rubaltelli, Rino Rumiati; Il Mulino, pag 21: paradosso riguardante la violazione dell'assioma di indipendenza delle preferenze e della teoria delle probabilità soggettive

⁴⁰ "Consob, quaderni di finanza: errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail, N.Linciano, 2010" : framing ; pag 13

In particolar modo in questo contesto l'atteggiamento verso il rischio non è costante, ma dipende infatti dal modo con cui gli individui si confrontano con le perdite o con i guadagni.

1.4 Conclusioni

In questo capitolo sono stati analizzate le principali caratteristiche della finanza comportamentale, abbiamo analizzato i fondamenti teorici della teoria, in particolar modo abbiamo considerato le anomalie comportamentali che influiscono maggiormente sul processo decisionale degli individui.

L'ipotesi di razionalità delle percezioni della finanza classica, viene quindi messa in discussione, scontrandosi con la tendenza degli individui ad elaborare le informazioni e a prendere decisioni sulla base di anomalie comportamentali (anomalie se confrontate con i principi di razionalità della teoria classica).

È stato evidenziato quindi come l'individuo, ed in analisi più approfondita il soggetto economico, agisca mosso dall'emotività, piuttosto che dalla razionalità, andando a commettere spesso errori di valutazione sistematici.

La finanza comportamentale, come detto precedentemente, non si vuole sostituire alle teorie di finanza comportamentale. Molte critiche sono state mosse a questa teoria, a partire dall'inadeguatezza dei sondaggi, fino ad affermare che i modelli di tale teoria sono applicabili solo al tipo di problemi presentati negli esperimenti, e non possono dunque essere applicati alle situazioni economiche reali.

In realtà questa disciplina si pone l'obiettivo di integrare la teoria classica, in particolar modo per risolvere problemi economici che la teoria classica non è mai riuscita a giustificare.

CAPITOLO 2

IL PROCESSO DI IPO DEGLI UNICORNS

2.1) Introduzione

A partire dagli anni 2000 si è iniziato ad assistere ad un fenomeno che ha cambiato notevolmente il modo di concepire i mercati: nascono le prime Unicorns, società il cui capitale è uguale o supera il miliardo di dollari.

L'obiettivo del miliardo di dollari può essere concepito come un traguardo per il management nel voler raggiungere uno status che è alquanto raro per una società privata. Lo stesso Stewart Butterfield, fondatore di una start-up nel settore tecnologico, aveva affermato "un miliardo di dollari o nulla".⁴¹ E' il fattore psicologico che interviene in questo caso, e che spinge l'individuo a volere sempre di più per un appagamento personale.

La finanza comportamentale evidenzia come spesso l'individuo operi irrazionalmente, mosso da fattori psicologici, e la soglia del miliardo di dollari è un chiaro esempio di obiettivi non razionali che possono influenzare il processo di collocamento.

La caratteristica peculiare delle società Unicorns è quella di essere private; scenario assai diverso da quello tradizionale per cui per una società, il raggiungimento di una valutazione così alta, era necessario il riassetto proprietario, passando da privata a pubblica tramite un'offerta pubblica iniziale (IPO).

Nel caso di una Unicorn, il capitale viene raccolto tramite le così dette PIPO, ossia IPO private, le quali permettono alla società di rimanere private più a lungo, evitando rischi e costi in cui potrebbe incorrere se si affacciasse al mercato pubblico.⁴²

Nel corso del capitolo verrà evidenziato il contributo degli investimenti di Private Equity nel diffondere questo trend; in particolar modo si evidenzieranno i benefici della struttura governativa di una società di Private Equity, i quali riducono i rischi di una tipica impresa pubblica. Tramite una PIPO l'impresa resta privata per un arco di tempo maggiore, conservando così l'assetto organizzativo del Private Equity, di cui può beneficiare.

L'insieme di benefici apportati dal mercato privato hanno fatto sì che il fenomeno si diffondesse globalmente; a tal proposito l'analisi presenterà i settori in cui il numero di Unicorns è maggiore, oltre che alle aree geografiche in cui sono distribuiti.

Essendo un fenomeno recente, l'analisi proseguirà soffermandosi sulle forze economiche che hanno contribuito al boom di questo trend, in particolar modo la domanda (investitori) e l'offerta (imprese) del mercato.

2.2 Unicorns: definizione e rilevanza

Gli "Unicorns" (unicorni) è una metafora utilizzata per descrivere quelle start up, estremamente innovative soprattutto in ambito tecnologico, la cui valutazione supera il miliardo di dollari.

Il termine viene utilizzato poiché la caratteristica peculiare di queste compagnie è quella di riuscire a raccogliere capitale, in modo tale da incrementare il loro valore di mercato,

⁴¹ "Fortune: The Age of Unicorns" , 2015 : <http://fortune.com/2015/01/22/the-age-of-unicorns/>

⁴² Journal of Applied Corporate Finance: In Search Of Unicorns, Vol 27 number 3, 2015; pag 34

pur rimanendo private; evento assai raro come la creatura mitologica da cui prendono il nome.

Il mercato finanziario ha evidenziato un trend nel modo in cui le compagnie raccolgono capitale: tradizionalmente le start up raccoglievano capitale privato attingendo da varie fonti ed investitori (venture capital, private equity)⁴³, per poi rivolgersi al mercato pubblico tramite una IPO (initial public offering)⁴⁴ in modo tale da raccogliere i fondi necessari per finanziare la loro attività nel lungo termine.

Il cambiamento consiste nel processo chiamato PIPO, ossia una IPO privata, tramite cui le aziende sono in grado di raccogliere capitale che supera il milione di dollari senza affacciarsi al mercato pubblico.

Il traguardo del milione di dollari non ferma però l'avanzata di questo trend: finanziare una compagnia al di fuori del mercato pubblico continua anche una volta raggiunto il livello tale da poter essere valutata "Unicorn".

Un esempio è quello della compagnia Uber, società che fornisce un servizio di trasporto automobilistico attraverso un'applicazione mobile. Questa società nasce nel 2009, e tramite una serie di investimenti con capitale di rischio di notevole entità, ha raggiunto nel 2013 quota 1 miliardo di dollari in termini di valutazione di mercato. Nonostante "l'obiettivo" raggiunto, il management ha deciso di non effettuare il collocamento pubblico e oggi ha raggiunto un valore di 52 miliardi di dollari.⁴⁵

Ad oggi il numero di Unicorns presenti nel mondo sono circa 142; molto probabilmente i fattori che incidono maggiormente sulla scelta di rimanere private nel lungo periodo possono essere ricollegati alla volontà delle compagnie di evitare quei rischi che affliggono le compagnie pubbliche: ambienti normativi opprimenti; incentivi disallineati tra manager e azionisti, che portano ad eventi di opportunismo e a sopportare costi di agenzia.

Inoltre vi è un numero sempre più consistente di investitori privati ansiosi di investire in queste start-up a loro giudizio promettenti. Questo fa sì che l'impresa accumuli sempre più capitale, e dinanzi ad una situazione così proficua, cercherà di rimanere privata il più a lungo possibile.

Un motivo che spinge gli investitori privati a prediligere questo tipo di investimenti consiste nel vantaggio di ricevere azioni privilegiate anziché ordinarie. Le azioni ordinarie sono quote di partecipazione al capitale sociale di un'impresa, che si distinguono da quelle privilegiate poiché quest'ultime godono di diritti di prelazione rispetto alle azioni ordinarie, per quanto riguarda la distribuzione dei dividendi e la liquidazione del capitale.⁴⁶

I venture capitalist sono quindi le figure più note che alimentano la crescita di start-up, ma negli ultimi anni i fondi comuni di investimento hanno assunto un ruolo determinante con finanziamenti di più alto valore, in modo tale da ottenere una percentuale di proprietà della società. Ad esempio Fidelity Investments, uno dei maggiori fondi di investimento al mondo, ha contribuito con 425 milioni di dollari ad incrementare il valore di Uber.⁴⁷

Questo interesse crescente è conseguenza della maggiore competitività e costo nell'acquistare azioni una volta che la compagnia diventa pubblica.

⁴³ Cfr paragrafo 2.3.1

⁴⁴ Cfr paragrafo 2.3

⁴⁵ "The New York Times: Risking your neck to run with the Unicorns", 5 Nov 2015

⁴⁶ "Principi di finanza aziendale" a cura di Brealey, Myers, Allen, Sandri, edizione VII, pag. 360

⁴⁷ "Wharton University of Pennsylvania Journal": <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/is-a-tech-start-up-bubble-forming/>

2.3) PIPO

PIPO, ossia “private IPO”, è il processo di raccolta di capitali attraverso il collocamento privato. Il processo è apparso per la prima volta nei mercati finanziari nel 2012, ed ha avuto un impatto tale da superare, per numero di transazioni effettuate, le classiche IPO (figura 2).⁴⁸

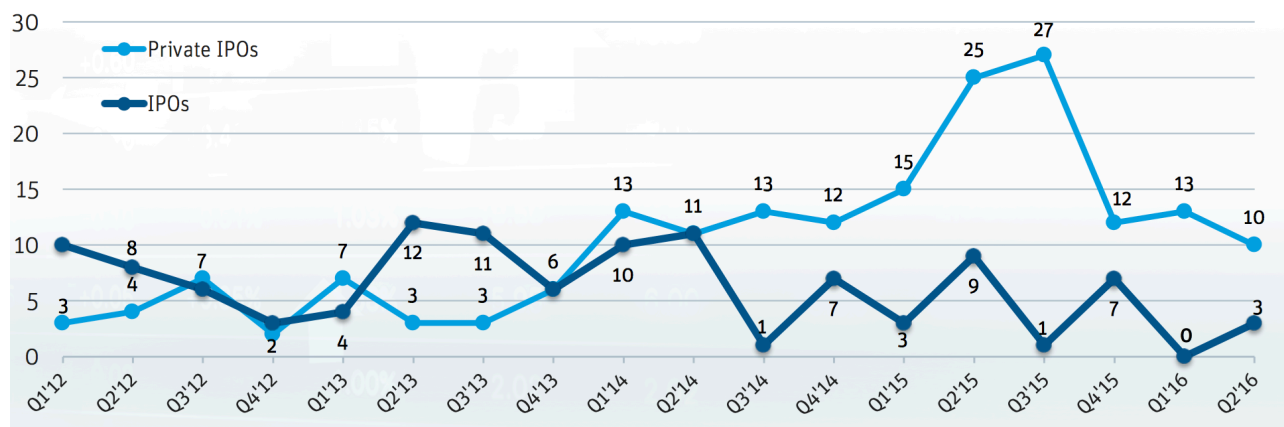


Figura 2: Numero di transazioni IPO e PIPO per aziende tecnologiche USA, dal 2012 al 2016

Cioè che differenzia una PIPO dalla IPO è che quest'ultima consente all'impresa di essere quotata in Borsa, affacciandosi quindi al mercato pubblico, abbandonando quello privato. Le imprese raggiungono quindi una fase di sviluppo tale da decidere di fare una prima offerta pubblica di azioni.

L'offerta può essere primaria, con lo scopo di vendere azioni per raccogliere liquidità per l'azienda, oppure può trattarsi di un'offerta secondaria, nella quale gli azionisti esistenti scelgono di vendere parte dei titoli detenuti, consentendo agli azionisti di monetizzare le loro partecipazioni.⁴⁹

Nella realtà diversi fattori portano i manager a voler preferire un assetto d'impresa privato, tra cui vincoli burocratici e i costi associati alla produzione delle informazioni da trasmettere agli azionisti. In processo da privato a pubblico infatti non è unidirezionale, e spesso capita che imprese quotate tornino ad assumere forma proprietaria privata.

⁴⁸ “Silicon Valley Bank: State of Market: the innovation economy responds to recalibration”, 2016 ; pag. 6

⁴⁹ “Principi di finanza aziendale” a cura di Brealey, Myers, Allen, Sandri, edizione VII, pag. 388

2.3.1) Transazione del Private Equity

Per comprendere il motivo per cui il fenomeno delle PIPO si sia così largamente diffuso, è importante analizzare il ruolo che gli investimenti di Private Equity (PE) hanno avuto nei mercati di capitale.

Il PE è il capitale di investitori esterni utilizzato per finanziare soprattutto imprese in fase di avviamento, oltre che per operazioni di ristrutturazione etc...⁵⁰.

L'operazione si sostanzia quindi nell'apporto di capitale di rischio da parte di investitori istituzionali in società non quotate (dette società target). L'obiettivo dell'investitore sarà quello di realizzare un elevato guadagno a seguito della cessione della partecipazione di controllo acquisita con l'investimento.

Tradizionalmente gli investitori di PE hanno realizzato i loro investimenti tramite due diverse tipologie/tecniche finanziarie: il venture capital e il Leverage buyout.

Le società di Venture Capital (VC) concentrano i loro investimenti in compagnie da poco avviate ma con grande potenzialità di crescita. L'obiettivo è quello che, dopo diverse operazioni di raccolta del capitale, l'impresa si rafforzi acquisendo maggiore credibilità e un flusso di cassa tale da poter essere acquisita, oppure avere la possibilità di ottenere una maggiore quantità di capitale disponibile con una IPO.

Le operazioni di Leveraged buyout (LBO) hanno come obiettivo compagnie fortemente indebitate, ed è un'operazione che mira all'acquisizione della società sfruttando la capacità di indebitamento della società stessa.⁵¹ Dopo il periodo di ristrutturazione, questi fondi mirano a slegarsi dall'investimento vendendo la compagnia ad un altro acquirente privato, o in alternativa trasformando la compagnia da privata a pubblica.

Varie analisi nel corso degli anni hanno messo in evidenza come i fondi di PE impongano una struttura di governance migliore tale da ridurre i costi di agenzia che spesso sorgono nelle aziende pubbliche. Queste ultime sono infatti caratterizzate da un gran numero di proprietari/azionisti, in capo ai quali grava gran parte del rischio aziendale, a differenza del manager, il quale non fornisce capitale, ed il quale ben poco sopporta il rischio.

Ciò può portare ad una divergenza di interessi tra il management e gli azionisti, in particolar modo se la struttura di governance dell'azienda è debole o inefficace e determina costi di agenzia da sostenere per il funzionamento dell'impresa. Incentivi, rendiconto, vigilanza sono alcuni dei metodi utilizzati dagli azionisti per minimizzare questa perdita e cercare di evitare questi costi.

L'ingresso dei fondi LBO ha però rivoluzionato le modalità di controllo del mercato e ciò ha avuto un impatto significativo sulla struttura governativa delle imprese, sia target attuali che potenziali.

Essendo capitali investiti dalle LBO molto consistenti, nasce la necessità di rivedere la professionalità degli individui addetti all'individuazione delle società con performance negative (e quindi target), ingaggiando management con una preparazione migliore.

In risposta le compagnie pubbliche hanno iniziato ad adottare alcune pratiche di governance tipiche delle società controllate dai fondi PE.

Si assiste quindi ad una riorganizzazione della società: se una società è caratterizzata da una struttura di governance debole, molto probabilmente ha focalizzato le sue attenzioni sulle dimensioni e crescita della società stessa, invece di concentrarsi sul valore societario.

⁵⁰ "Principi di finanza aziendale" a cura di Brealey, Myers, Allen, Sandri, edizione VII, pag. 387

⁵¹ "National Bureau of Economic Research: working paper series" : Leveraged buyouts and private equity, <http://www.nber.org/papers/w14207.pdf> tramite questa operazione l'acquisizione è finanziata con entrambi equity (capitale proprio) e debito

Come conseguenza di ciò le performance della società sono negative, ed inizia a subire le pressioni dal mercato, tramite scalate ostili o da parte dei fondi LBO.

Si rende quindi indispensabile un riassetto organizzativo, e se necessario basato sul modello di governance del PE: le prestazioni devono concentrarsi sul valore dell'impresa e non sulla dimensione; nuovo sistema di incentivi e bonus. Ciò porta ad elevare le performance e quindi a creare valore.⁵²

In particolar modo la struttura di governance delle società PE ha diverse caratteristiche chiave: -consiglio di amministrazione ridotto (tra 5 e 7 membri)

-proprietà e controllo concentrati

-membri del consiglio e management con significativo incentivi azionari, tramite possesso di azioni o con un piano di incentivazione.

Questo tipo di struttura, soprattutto con un sistema di incentivi così equo, meglio allinea gli interessi tra azionisti e management rispetto a quanto accade nelle imprese pubbliche.

Non è semplice valutare la performance di un fondo PE a causa dei dati limitati sulle attività del fondo; spesso è il fondo stesso a non rivelare i dati sui propri flussi di cassa.

Nonostante ciò vi sono comunque evidenze empiriche che mettono in luce l'abilità dei fondi PE di fornire rendimenti superiori rispetto alle società quotate in borsa.

Un recente studio ha rilevato come negli Stati Uniti i rendimenti ottenuti da operazioni di buyout siano maggiori rispetto ai rendimenti dei mercati pubblici.

Gli investimenti buyout hanno superato l'indice S&P 500⁵³ di circa il 20%-27% considerando la vita del fondo, ossia un incremento delle prestazioni del 3% annuo.

È importante sottolineare come questi fondi PE siano persistenti in termini di prestazioni con performance migliori rispetto al mercato nel lungo periodo.

Nonostante ciò è però emerso come, a partire dal 2000, i fondi LBO abbiano perso terreno in termini di persistenza delle performances, a differenza di quelli VC i quali continuano ad avere ritorni migliori rispetto al mercato (tramite un confronto con l'indice S&P 500).⁵⁴

Tutto ciò evidenzia il ruolo potenziale degli investimenti privati nel correggere le debolezze nella struttura e organizzazione delle compagnie pubbliche.

2.3.2) Il ruolo di PIPO

Le aziende che si servono di investimenti privati (PIPO) sono già private, quindi il compito di PIPO è quello di permettere ad una compagnia non pubblica di rimanere privata più a lungo.

Grazie a ciò la compagnia può beneficiare della struttura organizzativa e del set manageriale tipo di una PE più a lungo, i quali come evidenziato precedentemente, sono fattori indispensabili per una migliore performance aziendale.

Tipicamente un'organizzazione aziendale appena formatasi, necessita di 2 o più piccole infusioni di capitale nel mercato privato. Successivamente questo non sarà più sufficiente, e l'azienda necessiterà di maggiore liquidità per accelerare il proprio processo di crescita ed espansione, oltre che a creare valore per i propri azionisti; tipicamente questo ruolo viene assolto da una classica IPO.

Il notevole afflusso di capitale apportato all'azienda tramite una IPO porta con sé diversi problemi di gestione tipici di un'impresa pubblica. La quotazione porta con sé nuove responsabilità, quali la necessità di realizzare cambiamenti organizzativi, gestionali e

⁵² "Journal of Applied Corporate Finance: In Search Of Unicorns", Vol 27 number 3, 2015; pag 37

⁵³ Indice azionario statunitense: paniere azionario formato 500 titoli azionari di altrettante società USA con maggiore capitalizzazione

⁵⁴ "Journal of Applied Corporate Finance: In Search Of Unicorns", Vol 27 number 3, 2015; pag 38

manageriali, di potenziare il servizio amministrativo e finanziario attraverso un sistema di controllo e di reporting adeguato e di rispettare le norme statuarie.

Appare dunque vantaggioso il ruolo di PIPO nel permettere all'impresa rimanere private più a lungo prima di essere obbligate a cercare fonti di liquidità pubbliche.

Tipicamente per un'impresa, il tempo che trascorre dal momento in cui viene creata al momento in cui realizza una IPO, varia dai 3 ai 5 anni e tale intervallo viene allungato anche a 11 anni grazie alla PIPO.

Si tratta dunque di operazioni di finanziamento supplementari, che rallentano il naturale processo che un'impresa dovrebbe intraprendere, ossia piccoli investimenti privati prima del lancio nel mercato pubblico, e di evitare, il più a lungo possibile, i tipici problemi di un'impresa pubblica esposti precedentemente.

2.3.3) Diffusione e distribuzione degli Unicorns

I benefici apportati dalle PIPO, hanno fatto sì che un numero sempre maggiore di imprese prediligesse rimanere nell'ambito privato, raccogliendo capitali tali da farle acquisire la denominazione di "Unicorns".

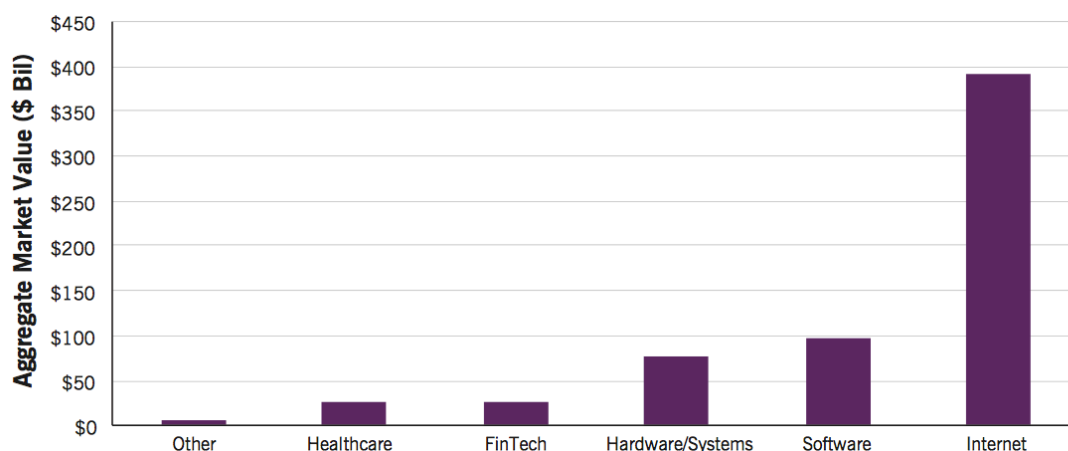
Come detto precedentemente, la peculiarità di questo tipo di imprese è quella di avere un valore che supera il miliardo di dollari.

Attualmente sono 155 le imprese Unicorns.⁵⁵ Per poter rientrare in questo "club" è importante che le imprese abbiano determinate caratteristiche:

- devono sempre essere state private
- devono essere state finanziate almeno una volta da capitale istituzionale (banche, società finanziarie, fondi comuni di investimento)
- devono avere una valutazione di mercato di un miliardo di \$ o superiore.

Un'analisi empirica ha analizzato un campione di 142 imprese Unicorns al 31 Agosto 2015; dall'analisi si evince che la capitalizzazione di queste è di 1,6 miliardi di dollari, mentre il valore aggregato di tutte è di 623 miliardi di dollari.

Il settore che presenta il maggior numero di Unicorns è quello tecnologico, i cui segmenti principali sono: internet, software, hardware; il segmento con il più alto numero di Unicorns è quello i cui business ruotano attorno ad Internet, raggiungendo infatti quota 80 Unicorns, con un valore aggregato di 392 miliardi di dollari. (Figura 3).



⁵⁵ "The Wall Street Journal: The Billion Dollar Startup Club" : <http://graphics.wsj.com/billion-dollar-club/>

Figura 3: Segmenti del mercato tecnologico in termini di valore aggregato di mercato

Se l'obiettivo è quello di raggiungere il miliardo di dollari, allo stesso tempo sono diverse le imprese che lo hanno superato fino a raggiungere una valutazione di 10 miliardi di dollari, se non superiore (Figura 4).⁵⁶

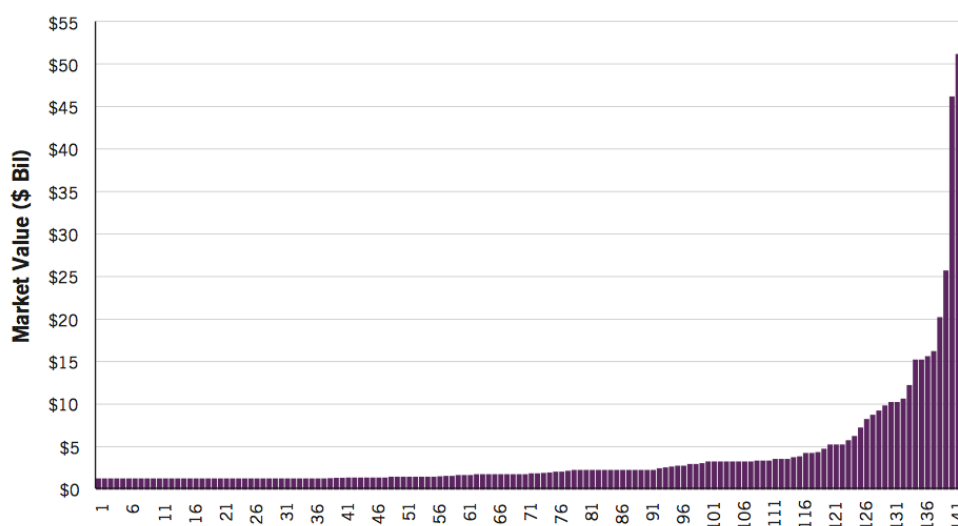


Figura 4: Distribuzione nel mercato di imprese Unicorns a seconda del loro valore di mercato

Il grafico mostra infatti che sono 32 le Unicorns con valore esatto di 1 miliardo di dollari, mentre sono 12 quelle la cui valutazione è pari o superiore a 10 miliardi di dollari.

Una caratteristica particolare di queste imprese è la velocità in termini temporali nell'aver raggiunto una valutazione di 1 miliardo di dollari: 21 delle imprese analizzate che sono state fondate nel 2012, attualmente hanno una valutazione complessiva di 70 miliardi di dollari.

Il fenomeno interessò inizialmente una zona degli Stati Uniti: la “Silicon Valley”, San Francisco.

In questa zona sono venute alla luce le più grandi imprese hi-tech del mondo. I principali protagonisti erano infatti Facebook, Google, Apple.

La possibilità di avere a disposizione la più grande concentrazione di servizi e supporto ha fatto sì che questo fosse il terreno ideale affinché nuove start up venissero alla luce.

⁵⁶ “Journal of Applied Corporate Finance: In Search Of Unicorns”, Vol 27 number 3, 2015; pag 41

Aileen Lee, investitrice VC, fu la prima a coniare il termine Unicorns riferendosi proprio a quest'area, ed in particolar modo alle 39 imprese miliardarie di cui la Silicon Valley vantava.⁵⁷

Gli Stati Uniti sono stati quindi la culla di questo fenomeno, il quale è diventato successivamente un fenomeno globale.

L'analisi precedentemente illustrata prende in considerazione la dispersione geografica di queste imprese, rilevando che ancora tutt'oggi gli Stati Uniti sono lo stato con il maggior numero di Unicorns (89 imprese), seguiti dalla Cina con 21 imprese. Il fenomeno ha interessato anche l'Europa, nella quale sono presenti 14 Unicorns (Figura 4).⁵⁸ Anche in questo caso il business tipico di queste imprese riguarda l'ambito tecnologico, in particolar modo nel campo di Internet, Software, E-commerce.⁵⁹

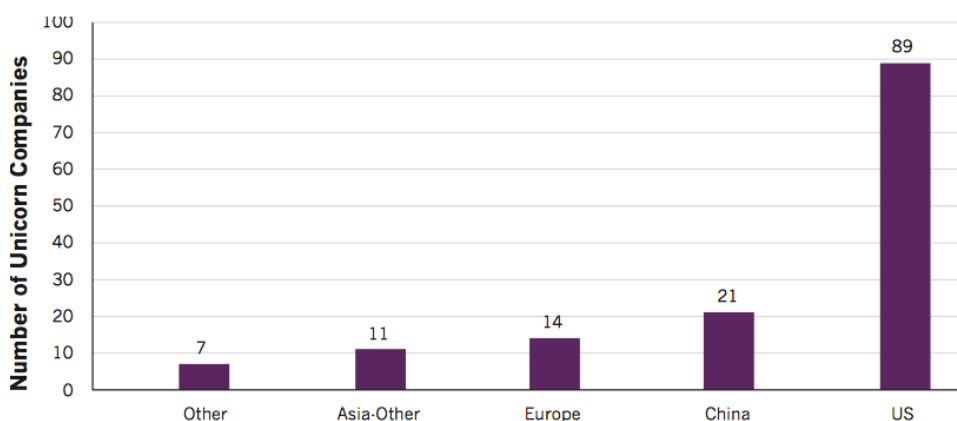


Figura 4: Distribuzione geografica delle imprese Unicorns

2.3.4) Condizioni di domanda e offerta alla base del mercato di PIPO ed implicazioni del trend

L'analisi fatta fino ad ora ha evidenziato l'orientamento di molte compagnie a prediligere l'assetto proprietario privato rispetto a quello pubblico, evidenziando come gli investimenti PE abbiano la capacità di intervenire nell'assetto organizzativo di una società instaurando le caratteristiche tipiche di una società privata.

Gli investimenti PIPO hanno la capacità di prevenire i problemi tipici di una società pubblica permettendo all'impresa di rimanere privata più a lungo, e ciò ha fatto sì che il fenomeno si espandesse sempre di più fino a divenire un trend globale.

È interessante soffermarsi sul perché queste PIPO si siano diffuse solo negli ultimi anni; a tal proposito l'analisi di particolari forze economiche, tra cui la domanda e l'offerta di capitali privati, possono dare delle risposte a tale quesito.

Infatti come le compagnie possono avere la preferenza nel raccogliere capitale privato invece che pubblico, così anche gli investitori potrebbero essere più interessanti ad investire in società private.

⁵⁷ "TechCrunch:Welcome to the Unicorn Club:Learning From Billion-Dollar Start-ups", article by Aileen Lee, Nov 2013 : <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>

⁵⁸ "Journal of Applied Corporate Finance: In Search Of Unicorns", Vol 27 number 3, 2015; pag 43

⁵⁹ "Indipendent Technology Research: European Billion Dollar Companies"; 2015 : <http://www.gpbullhound.com/wp-content/uploads/2015/06/GP-Bullhound-Research-Billion-Dollar-Companies-2015.pdf>

Analizzando la **domanda**, diversi sono i fattori che incidono su essa a tal punto da far sì che le imprese prediligano una raccolta di capitale tramite PIPO:

- *Regolamentazione eccessiva delle imprese pubbliche*: negli ultimi gli Stati Uniti sono stati oggetto di numerosi cambiamenti normativi che hanno avuto un notevole impatto sulle società pubbliche. In particolar modo nel 2002 è stato introdotto lo Sarbanes-Oxly Act (SOX)⁶⁰, tra le cui clausole vi è quella secondo la quale il CEO e il CFO⁶¹ di ogni società deve provvedere personalmente a certificare che i loro bilanci e i risultati operativi siano pienamente conformi alla legge; pena sanzioni penali, risarcimento. Ciò che maggiormente ha inciso di questo atto sono i costi eccessivi che le imprese devono sostenere affinché le clausole vengano rispettate. Nel 2014 il 58% delle grandi compagnie ha speso più di 1 milione di dollari per rientrare nelle clausole del SOX.⁶²
- *Analisti e attività dell'IPO*: Nel 2000 negli Stati Uniti è stato introdotto il Fair Disclosure (FD)⁶³. Questo ha contribuito a far diminuire il numero di analisti che seguono le imprese più piccole. La produzione di informazioni comporta costi fissi, eccessivi per le piccole imprese che hanno preferito ridurre la divulgazione di informazioni. Gli analisti svolgono un ruolo indispensabile tra imprese pubbliche e potenziali investitori pubblici, fornendo a questi ultimi le informazioni sulle società. Con il diminuire di queste figure, le informazioni presenti sul mercato sono ridotte, comportando una perdita di interesse nell'effettuare investimenti nelle compagnie pubbliche di piccole dimensioni.
- *Costi e Rischi dell'IPO*: Nel momento in cui una compagnia da privata vuole diventare pubblica, deve sostenere costi diretti ed indiretti. I costi diretti includono commissioni di sottoscrizione per gli investimenti bancari, oltre che costi legali e di revisione da sostenere durante il processo. Per quanto riguarda i costi indiretti, si potrebbe incorrere in una perdita di disciplina operativa da parte del management, il cui fine ultimo potrebbe riguardare solamente il terminare con successo l'offerta pubblica. Inoltre a seguito di una IPO l'impresa può incorrere in costi per garantire la conformità rispetto alle leggi; può aumentare il rischio di contenzioso. Nel momento in cui un'impresa decide di diventare pubblica può dover sostenere rischi legati all'approvazione. La SEC⁶⁴ si occupa infatti dell'analisi dei documenti di offerta pubblica. Durante la revisione, la quale può durare diverse settimane, la SEC potrebbe richiedere alla società informazioni aggiuntive o di modificare i propri documenti d'offerta.

⁶⁰ "U.S. Securities and Exchange Commission: Sarbanes-Oxley Act of 2002" : <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>

⁶¹ Rispettivamente Amministratore Delegato (Chief Executive Officer) e Direttore Finanziario (Chief Financial Officer).

⁶² "CFO: SOX Compliance Getting More Costly" : <http://www2.cfo.com/auditing/2015/05/sox-compliance-getting-costly/>

⁶³ "National Bureau of Economic Research: SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and the Cost of Capital", working paper 2004 : <http://www.nber.org/papers/w10567> ; Regolamento per promuovere la divulgazione completa e corretta delle informazioni riguardanti una società.

⁶⁴ "U.S. Securities and Exchange Commission":

SEC: ente federale degli Stati Uniti preposto alla vigilanza della borsa valori , <https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>;

Le imprese private possono essere in grado di limitare queste richieste, concentrandosi maggiormente sulle attività che aumentino il valore della società stessa. Rispetto ad un collocamento provato in cui gli investitori possono negoziare l'accordo e redigere i documenti definitivi nel giro di pochi giorni, la tempistica di un processo di IPO è molto più incerta.

Dal punto di vista dell'**offerta**, altrettanto incisivi sono i fattori di deterrenza nei confronti delle IPO:

- *Tassi di interesse bassi e ricerca di rendimento*: a seguito della crisi del 2008, la Federal Reserve (banca centrale degli Stati Uniti), ha abbassato notevolmente i tassi di interesse sui prestiti bancari, a discapito dei rendimenti delle attività finanziarie. Ciò ha portato investitori istituzionali e privati a cercare rendimenti maggiori in altri tipi di investimenti, come quelli privati.

- *Diffusione degli investimenti PE*: questo tipo di investimento è diventato una componente sempre più importante del mercato dei capitali. Numerosi investitori istituzionali lo prediligono, assumendolo come strategia principale nella distribuzione dei propri fondi. L'investitore è spesso spinto a voler guadagnare sempre di più; essendovi la convinzione diffusa che nei mercati privati vi siano meno attività di trading rispetto a quello pubblico, individuano in questo tipo di mercato una fonte di rendimento maggiore.

L'impatto che una PIPO può avere su una compagnia potrebbe essere quello di rafforzarla rendendola più resistente alla volatilità del mercato. Un'impresa Unicorn infatti grazie all'assetto organizzativo e manageriale garantitogli dal PE, ha in genere riserve di capitale sufficienti a proseguire la propria attività nonostante le condizioni del mercato siano diverse dalla condizione interna dell'impresa stessa.

Mentre una IPO di successo è influenzata sia da fattori interni, come la qualità della gestione; ma allo stesso tempo anche da fattori esterni che esulano dal controllo della società, come la condizione generale del mercato. Basti pensare al numero di imprese emergenti con alto potenziale di crescita, le quali sono fallite a seguito della crisi economica del 2008.

Una IPO quindi potrebbe far incorrere l'impresa in numerosi costi e rischi associati alla volontà di questa di entrare nel mercato pubblico. Grazie alla PIPO l'impresa può rifornirsi di capitale sufficiente per continuare la propria crescita, grazie alla possibilità di rimanere privata per un tempo maggiore posticipando l'offerta pubblica.

2.4) Conclusioni

Nonostante i molteplici benefici potenziali che una società può ottenere ricorrendo al finanziamento PIPO, rimanendo dunque ad operare nel mercato privato, l'atteggiamento dei managers potrebbe essere un fattore negativo, incisivo a tal punto da oscurare quelli positivi.

Fattori psicologici, tra cui l'overconfidence, spingono l'individuo a voler ottenere sempre di più, ed in questo contesto il traguardo del miliardo di dollari, essendo il raggiungimento di uno status raro nel mercato, potrebbe offuscare la visione del manager.

In particolar modo alcuni responsabili di aziende potrebbero avere l'incentivo di manipolare il processo di valutazione di mercato, accettando condizioni di finanziamento complesse e onerose, al fine di ottenere la valutazione di un miliardo di dollari. Queste condizioni possono avere un impatto fortemente negativo sui ricavi netti degli investitori ed imprenditori.

L'attenzione del management su come aiutare l'azienda a diventare un Unicorn, può distrarlo dal perseguire gli obiettivi fondamentali indispensabili a generare nuove offerte

di prodotti, ad ampliare la propria base di clienti, a creare efficienza operativa e generare un flusso di cassa positivo.

Rimane comunque indispensabile per l'impresa, affinché possa raggiungere un obiettivo proficuo, la qualità dell'attività e le prestazioni operative nel corso del tempo. L'analisi svolta mostra come queste prestazioni possono essere migliorate in una società in via di sviluppo grazie ad accordi di finanziamenti PIPO che le permettono di rimanere privata più a lungo.

CAPITOLO 3

UN' APPLICAZIONE AL MERCATO AMERICANO DURANTE LA CRISI 2008

3.1) Introduzione

A partire dal 2007 negli Stati Uniti si assiste ad una crisi finanziaria legata allo scoppio della bolla immobiliare che si è propagata a livello mondiale danneggiando tutti i principali mercati.

Il capitolo analizzerà l'andamento della crisi, analizzando le fasi che si sono succedute affinché la bolla dei mutui subprime si trasformasse in una profonda recessione; e soffermandosi sugli aspetti di finanza comportamentale che hanno contribuito a diffondere la recessione.

Nel contesto di crisi l'analisi vergerà verso le possibilità di sviluppo del mercato a seguito di una recessione, in particolar modo sulle possibilità che una startup ha di instaurarsi in un clima così arido, riuscendo però ad ottenere ritorni positivi, fino a crescere in modo esponenziale: è durante la crisi del 2008 che il maggior numero di Unicorns sono state create.

Anche in questo caso la behavioural finance interviene spiegando, tramite il concetto di overconfidence, la diffusione così intesa di startup nel contesto di crisi.

Soffermandosi sui nuovi business nati in questa fase negativa dell'economia, viene preso come campione la società Uber, la quale si occupa di offrire un servizio di trasporti privato.

Questa Unicorn è stata finanziata nel corso del tempo da un gran numero di venture capitalist, i quali con cospicui investimenti, le hanno permesso di raggiungere lo status di Unicorn, e superarlo. Uber come altre startup, mostrano la predilizione delle attuali società nel rimanere private il più a lungo possibile.

3.2) Le fasi della crisi

Il 2007 segna l'inizio di una nuova crisi finanziaria, associata al dissento dei mutui subprime negli Stati Uniti.

I mutui subprime sono prestiti o mutui erogati dalle banche e concessi a clienti con un reddito basso o insicuro. La loro caratteristica è quella di essere operazioni rischiose per la banca poiché non vi è la certezza che i mutuatari siano in grado di adempiere al debito. La Mortgage Banker's Association, associazione degli Stati Uniti delle banche che operano nel settore dei mutui, ha dichiarato che nel 2006 hanno il volume di mutui subprime concessi hanno raggiunto il massimo di tutti i tempi (Figura 1).⁶⁵

⁶⁵ "More Mortgage Meltdown, 6 ways to profit in these bad times", Whitney Tilson e Glenn Tongue, 2009, <http://www.moremortgagemeltdown.com/charts/index.html>

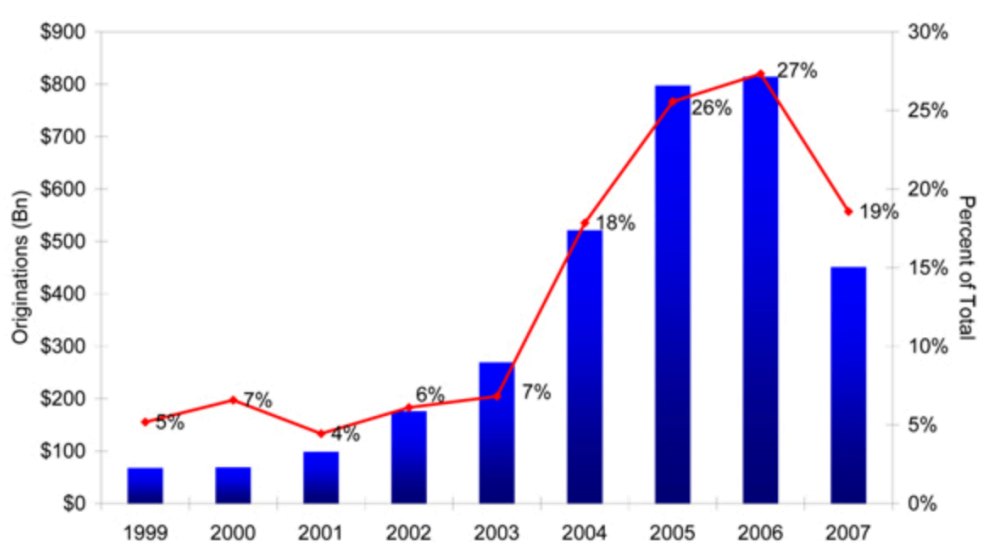


Figura 1: volume mutui subprime negli USA fino al 2007

Uno dei motivi che gonfiò la cosiddetta bolla immobiliare fu l'eccessivo aumento dei prezzi delle abitazioni (Figura 2).⁶⁶

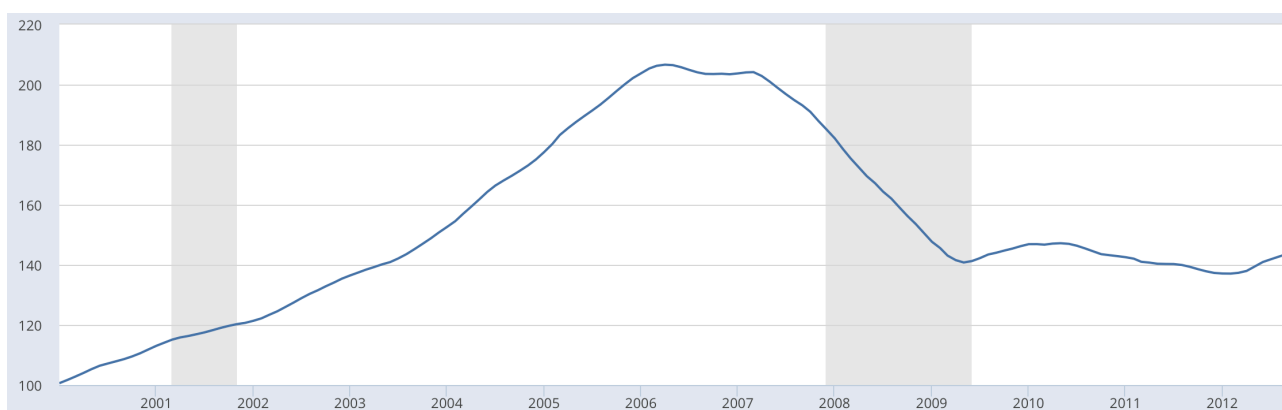


Figura 2: Indice del prezzo delle abitazioni negli Usa dal 2000 al 2012

A causa di una domanda che eccedeva l'offerta, i prezzi aumentarono a tal punto da favorire tutte le istituzioni che concedevano i mutui, rendendo l'attività apparentemente poco rischiosa e conveniente.

Ma una domanda così eccessiva va spiegata tramite diversi fattori che caratterizzavano l'economia in quel frangente di tempo:

- Uno di questi è la manovra della Federal Reserve (Banca Centrale USA) nel mantenere bassi i tassi di interesse reali. Il timore della deflazione ha infatti indotto le autorità a mantenere i tassi di interesse reali a breve termine su livelli insolitamente contenuti, provocando così un boom del credito, ossia la disponibilità di finanziamenti a basso costo, che ha posto le fondamenta dell'aumento degli acquisti di abitazioni.⁶⁷

Ciò ha portato a distorsioni nel breve-medio termine, gonfiando il settore finanziario.

⁶⁶ "Federal Reserve Bank of St.Louis,S&P/Case-Shiller Home Price Index", <https://fred.stlouisfed.org/series/SPCS20RSA>

⁶⁷ "Economia degli Intermediari Finanziari", McGraw-Hill, edizione III.

- Ricerca di rendimento, che porta le società finanziarie ad assumere rischi maggiori sperando di generare i ritorni necessari a mantenere la redditività.

- Il fenomeno della cartolarizzazione fu un altro fenomeno determinante nello scoppio della bolla. La cartolarizzazione è un meccanismo finanziario tramite cui le banche rivendono i mutui subprime trasferendone il rischio ad altri operatori finanziari. Si distingue dal modello tradizionale di prestito, tramite cui la banca presta soldi al mutuatario, in cambio dell'impegno di quest'ultimo nel ripagare il prestito con una serie di rate; in questo caso la banca trae profitto in vari anni tramite le rate, per ottenere l'intera somma prestata più gli interessi. Nel caso della cartolarizzazione a seguito del prestito, la banca rivende il mutuo ad un'altra istituzione finanziaria liberandosi così del rischio e recuperando immediatamente il denaro prestato. Incassando immediatamente il profitto, può offrire altri mutui.

La diffusione di questi titoli cartolarizzati fu facilitata dalle agenzie di rating, il cui compito è analizzare questi titoli e misurarne il rischio. Sottovalutarono la rischiosità di questa tipologia di investimenti promuovendoli come titoli sicuri.

Promossi come tali ed essendo redditizi in un'un'epoca di bassi tassi di interessi, furono comprati da tutti gli investitori finanziari.

- Inoltre un'euforia irrazionale si stava propagando tra la popolazione: si credeva che i prezzi delle abitazioni sarebbero continuati a salire ininterrottamente. Secondo Shiller (premio nobel per l'economia) infatti una volatilità guidata da fattori psicologici non necessariamente razionali è una caratteristica dei mercati finanziari, dove quindi impeti di euforia possono deviare il mercato.⁶⁸

In questo clima sembrava dunque che tutto funzionasse per il meglio, vi era fiducia nei confronti delle istituzioni finanziarie, le quali promuovendo lo slogan dell'”American Dream”, incentivavano le persone all'acquisto di un'abitazione, per sentirsi parte di una nazione forte.

Terminata però la recessione innescatasi a inizio secolo, a seguito dello scoppio della bolla Dot.com⁶⁹, la Federal Reserve ritornò al sistema economico dei tassi di crescita elevati, e ciò portò ad un aumento dei tassi di interesse americani, rendendo i mutui più costosi e difficili da ripagare.

Nel 2007 la bolla scoppiò ed il prezzo delle case cominciarono a scendere.⁷⁰ Con i prezzi delle case in ribasso, le banche che avevano concesso mutui subprime iniziarono a registrare delle perdite; le persone videro infatti bruscamente cadere il valore della loro casa, ritenendo che non fosse più conveniente pagare le rate del mutuo, poiché il valore del proprio immobile era nettamente inferiore a quello del capitale preso in prestito precedentemente. Inoltre l'aumento del costo dei mutui incentivò questa fuga, in quanto divenne insostenibile per i debitori far fronte agli impegni assunti nei confronti delle banche.

Inoltre i titoli cartolarizzati erano stati acquistati da banche in tutto il mondo le quali iniziarono a registrare grandi perdite in conto capitale, facendo sì che la crisi si estendesse all'intero sistema finanziario mondiale.

Una cronologia degli eventi principali può risultare utile per comprendere i meccanismi che sono andati susseguendosi nel corso di questa crisi e che hanno portato al crollo dell'intero sistema finanziario.⁷¹

Già prima dello scoppio della bolla immobiliare, gli esperti della BRI (Banca dei Regolamenti Internazionali), avevano individuato nell'instabilità del sistema finanziario

⁶⁸ “Il Sole 24 ore: Robert Shiller: Nuova esuberanza irrazionale sui mercati”

⁶⁹ bolla speculativa sviluppatasi negli anni 2000, che riguardò aziende che svolgevano la loro attività nel settore internet/ informatico, denominato Dot-com

⁷⁰ figura 2

⁷¹ “Economia degli Intermediari Finanziari”, McGraw-Hill, edizione III

degli avvertimenti: i disavanzi di conto corrente erano insostenibili; le famiglie non potevano indebitarsi indefinitamente, ma prima o poi avrebbero dovuto rimborsare i prestiti contratti; il prezzo di rischio era eccessivamente basso. Inoltre viene criticata la politica monetaria la quale concentrandosi soprattutto sulla stabilità dei prezzi, avrebbe perso di vista le minacce di ordine sistemico derivanti dai boom dei prezzi delle attività e del credito.

A partire dal 2007 i problemi dei mercati ipotecari e creditizi si propagano ai segmenti monetari interbancari quando alcuni emittenti di commercial paper incontrano difficoltà nel rinnovare i prestiti in scadenza, e grandi fondi di investimento congelano i rimborsi delle quote. Si registra una carenza di liquidità a livello mondiale ed un rallentamento dei prestiti bancari; il sistema inizia dunque a percepire il rischio, ma ormai è troppo tardi.

A Marzo 2008 l'acquisizione di Bear Stearns (banca d'investimento statunitense) viene acquisita da JPMorgan, rallentando il crollo, che tuttavia va a gravare sui prezzi delle attività, causando l'accumularsi di perdite e svalutazioni bancarie. Sempre più Paesi vengono colpiti e dietro la crisi di liquidità si cela una crisi di solvibilità che accresce le pressioni sulle società finanziarie.

Per allentare le tensioni le autorità statunitensi nel luglio dello stesso anno, diedero sostegno a due agenzie di credito ipotecario, la Fannie Mae e la Freddie Mac, per evitarne il fallimento.

Così come l'acquisto della Merrill Lynch, istituto bancario l'oltreoceano, acquistata da Bank of America.

Ma il tracollo della Lehman Brothers il 15 settembre 2008⁷² provoca il caos su importanti mercati di finanziamento. Sempre più società falliscono o vengono soccorse dalle autorità, come l'intervento da parte del Governo Usa il 16 settembre a sostegno della compagnia di assicurazione AIG. Il Tesoro USA annuncia garanzie temporanee per i fondi del mercato monetario ed emergono i primi dettagli di un piano da 700 miliardi di dollari da parte del Tesoro per rimuovere le attività deteriorate dai bilanci bancari: il piano Troubled Asset Relief Program, poi approvato dal congresso USA il 3 ottobre.

Tutte queste manovre si rendevano necessarie in un clima in cui la popolazione aveva completamente perso fiducia nel sistema finanziario, così come le banche non si fidavano più le une delle altre, interrompendo qualsiasi scambio di prestiti, instaurando una crisi di liquidità che portò quindi le banche a vendere le attività liquidabili, determinando così la caduta del valore di titoli ed azioni.

Tutto ciò si è trasformato in una crisi dell'economia reale, riducendo drasticamente i consumi delle famiglie, degli investimenti, e determinando dunque un crollo della fiducia.

3.3) Dinamiche comportamentali e Unicorns durante la crisi

Le bolle speculative hanno chiaramente una componente emotiva, a causa dell'atteggiamento irrazionale degli agenti economici; è questo uno dei motivi per cui la crisi del 2008 viene definita come un fenomeno di "esuberanza irrazionale".

Prendendo in analisi l'euristica della rappresentatività, il risultato di questa anomalia comportamentale è che l'investitore considera un investimento come redditizio o meno in base alla sua recente performance. Di conseguenza acquista i titoli dopo che i prezzi sono aumentati, in attesa che tali aumenti continuino all'infinito. Ed è proprio ciò che è successo con i prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti. I prezzi sono stati in continua

⁷² quarta banca d'affari americana, la quale richiede l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del chapter 11 del Bankruptcy Code

crescita per diversi decenni, portando la gente a commettere l'errore di pensare che questo trend fosse destinato a continuare.

Alcuni investitori soffrono del pregiudizio di status quo, in cui tendono ad accettare la situazione attuale. La modifica di questa inerzia richiede forte motivazione e incentivi; il bias dunque si verifica quando gli investitori non riescono ad aggiornare le loro condizioni economiche, e rimangono dunque legati ad una posizione. Per resistere a questa tendenza gli investitori avrebbero dovuto attuare una strategia di investimento disciplinato sulla base di un approccio di portafoglio, ad esempio determinando una strategia di asset allocation appropriata e riequilibrare i portafogli più frequentemente.

Considerando il bias di overconfidence, il quale conduce ad un eccessivo ottimismo a volte non realistico, durante la crisi questo bias ha portato gli agenti economici a sottovalutare i rischi del detenere ingenti quantità di titoli garantiti da ipoteca nei loro portafogli, ed allo stesso modo i proprietari delle abitazioni che hanno preso i prestiti, volendo semplicemente vivere il "sogno americano", hanno acquistato nel corso di una bolla, mossi dalla convinzione che i prezzi delle case continuassero a salire. In questo caso la crescita del mercato immobiliare è servita solo ad alimentare una eccessiva fiducia degli individui in sé stessi, dal momento che le persone tendevano ad attribuire i loro guadagni alla propria abilità, piuttosto che ad i movimenti del mercato.

I problemi e le opportunità però facce della stessa medaglia; la storia dimostra che le crisi economiche portano ad innovazioni. Si pensi alla rivoluzione nel campo automobilistico quando nel 1908, la Ford modello T è iniziata ad essere presentata sul mercato, e di come abbia inciso sulla civiltà del ventesimo secolo, essendo la prima automobile a sfruttare il modello della catena di montaggio per essere prodotta, e tutto ciò ad un anno di distanza dalla crisi finanziaria sfociata nel 1907.

La crisi del 2008 è stata anch'essa la culla di innovazioni, in questo caso delle Unicorns. L'analisi di CB Insights (database di venture capital) su 133 unicorns evidenzia come l'intervallo di tempo in anni con il maggior numero di unicorns sia il 2007-2009, periodo in cui è scoppiata la crisi finanziaria (Figura 3).⁷⁴

In particolar modo a cavallo tra lo scoppio della bolla legata ai mutui subprime, il collasso della Lehman Brothers (apice della crisi) e la diffusione della crisi nell'Eurozona, il numero di Unicorns nati hanno raggiunto livelli mai registrati precedentemente, e che non si registreranno negli anni successivi, in modo così cospicuo.

⁷⁴ "Nikkei Asian Review: Crises have helped spawn today's unicorns", 2016 : <http://asia.nikkei.com/Business/Trends/Crises-have-helped-spawn-today-s-unicorns>

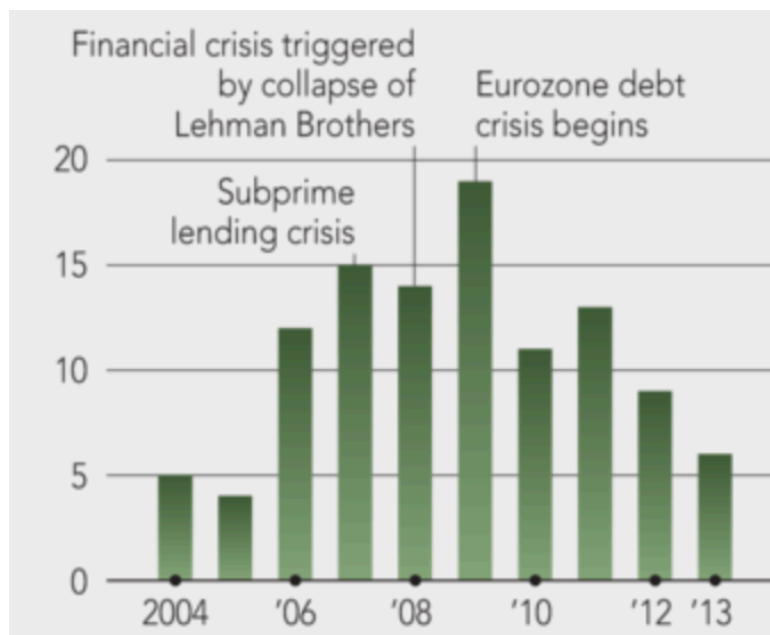


Figura 3: numero di Unicorns, in un campione di 133 unicorns, nate tra il 2004-2013

Il motivo per cui assistito ad un boom delle Unicorns durante il periodo della crisi può essere analizzato tramite il concetto di finanza comportamentale, ed in particolar modo considerando il bias di overconfidence.

Le percezioni soggettive hanno un impatto notevole sulla decisione di avviare un business; in particolare la fiducia imprenditoriale, la convinzione soggettiva di possedere sufficienti competenze e la fiducia in sé stessi sono fattori chiave per la sopravvivenza degli imprenditori.

Il motivo per cui il comportamento imprenditoriale è essere caratterizzato da eccesso di fiducia può essere legato alla forte tendenza degli imprenditori nel considerare la loro situazione unica. Gli imprenditori una volta identificata un'opportunità di profitto, che equivale ad iniziare una nuova attività, la trattano come un evento originale ed irripetibile. Di conseguenza trascurano le statistiche disponibili di situazioni simili passate che potrebbero aiutare a formare previsioni più accurate delle loro probabilità di successo. Ciò non implica che questo tipo di bias porti a un evento negativo per l'impresa, al contrario può determinare situazioni vantaggiose per l'attività imprenditoriale: alcuni individui potrebbero avviare un business, sulla base di esperienza e competenze insufficienti; tuttavia lo sforzo e i passi necessari a seguito dell'avvio dell'attività, grazie ad una sufficiente fiducia in sé stessi, può aiutare ad acquisire le competenze di cui si ha effettivamente bisogno.

L'uso di pregiudizi ed euristiche può essere una guida efficace ed efficiente per le decisioni con elevata incertezza e complessità ambientale, come ad esempio l'avvio di un'impresa, in un contesto di crisi. L'eccesso di fiducia può essere utile in questo caso nell'attuare una decisione specifica, ossia avviare una nuova attività, e convincere gli altri individui a fidarsi di questa nuova attività, portandoli ad investire.

Malcom Gladwell, giornalista e sociologo canadese, ha affermato in una recente intervista che per avviare un nuovo business, è necessaria l'overconfidence: una maggiore fiducia in sé stessi può risultare indispensabile per superare le avversità che una nuova attività potrebbe trovarsi ad affrontare.⁷⁵

⁷⁵ <http://www.inc.com/issie-lapowsky/malcolm-gladwell-starting-business-requires-overconfidence.html>

Ad enfatizzare il concetto secondo cui le startup sono connotate da overconfidence, vi è l'analisi di Cooper, Woo e Dunkelbers nel 1989⁷⁶. Questa si basa sull'ipotesi secondo cui gli imprenditori sono coinvolti in studi di progettazione e devono impegnarsi in un processo continuo di valutazione delle prospettive di successo. Lo studio considera un campione di 2994 imprenditori i quali hanno appena avviato una startup.

Dalla ricerca è emerso che il 68% degli imprenditori del campione, considera che la propria startup avrà un successo sicuramente maggiore rispetto a quelle di imprese comparabili, mentre il 5% afferma che avrà meno probabilità di successo. I risultati suggeriscono dunque che probabilmente è naturale provare sensazioni di euforia imprenditoriale nel momento in cui ci si affaccia a questo mondo.

In un contesto di crisi, gli individui che si mettono in gioco decidendo di avviare un nuovo business, hanno una grande sicurezza in sé stessi, e nel prodotto innovativo che decidono di presentare sul mercato.

Le crisi partoriscono innovazioni, poiché in tempi di difficoltà economiche, i consumatori cambiano il loro atteggiamento al consumo, e le imprese devono adattarsi ai cambiamenti della domanda.

Un esempio è quello di AirBnb, un portale online che mette in contatto persone in ricerca di un alloggio o di una camera per brevi periodo di tempo, con persone che dispongono di uno spazio da affittare.

Viene fondata nel 2008⁷⁷ a San Francisco, per poi diffondersi in tutto il mondo, fino ad ottenere il titolo di Unicorn, con un valore ad oggi di 25 miliardi di dollari.

La forza di queste società è stata principalmente quella di offrire un prodotto innovativo, in un mercato in crisi, caratterizzato da una grande sfiducia da parte dei consumatori ed investitori.

Esponendosi come “nuove” ed attraendo così una più ampia gamma di investitori, la loro crescita è stata esponenziale. E rimanendo private hanno fatto sì che il loro capitale crescesse maggiormente rispetto a quanto sarebbe avvenuto tramite un'offerta pubblica.

3.4) Il caso UBER

3.4.1) La storia

La storia di Uber ha inizio nel 2008 a Parigi, quando i due giovani imprenditori Travis Kalanick e Garrett Camp, si ritrovarono a discutere a causa della difficoltà di reperire un taxi.⁷⁹ Ciò spostò la loro attenzione sul come risolvere il problema delle inefficienze legate al servizio di trasporto dei taxi in una grande metropoli americana, ed in particolar modo sul come trovare le auto al posto giusto, al momento giusto.

L'idea iniziale, si basava sull'utilizzo di auto di lusso, il tutto supportato da un'app mobile, e dopo una serie di idee e prototipi, nel 2009 fu lanciato il primo UberCab, prototipo mobile per Iphone, giungendo poi a testare l'applicazione su strada a New York nel 2010.

Uber debutta a San Francisco nel 2010, e da qui in poi la sua crescita fu esponenziale, grazie soprattutto a investimenti da parte di grandi venture capitalist, come il primo

⁷⁶ “Journal of Business Venturing: Entrepreneurs perceived chances for success” pag. 97-108; Cooper, Woo, Dunkelberg, 1998

⁷⁷ “Fortune: The Unicorns list” : <http://fortune.com/unicorns/airbnb-3/>

⁷⁹ <https://www.uber.com/our-story/>

importante round di finanziamento di 1.25 milioni di dollari guidato da First Round Capital (società di venture capital) nel 2010.⁸⁰

Grazie a successivi ed ingenti finanziamenti, Uber sbarcò in numerose città statunitensi, ed iniziò la sua espansione internazionale, fino ad essere attiva ad oggi in 508 città in tutto il mondo.

Uber ha sfruttato il cambiamento, ed in particolar modo la propensione dei consumatori odierni nel voler ottenere tutto e subito, ed in un mondo dominato ormai dalla tecnologia, ha trasformato il classico servizio di auto a noleggio con conducente, in un qualcosa di innovativo; puntando molto sul fattore prezzo, offrendo un servizio accessibile e di qualità.

La fiducia è inoltre fondamentale per far sì che il servizio venga sfruttato sempre di più: fa leva sul sentimento di appartenenza ad una comunità, ed è quindi importante creare un legame tra i clienti, autisti e la società madre.

3.4.2) Lo status di Unicorn

Ciò che ha permesso ad Uber di acquisire il titolo di Unicorn con maggiore valutazione (68 miliardi di dollari), sono stati senza dubbio gli ingenti finanziamenti posti in atto da venture capitalist e private equity.

A seguito di una crisi, come quella protagonista del 2008, mentre la maggior parte degli investitori sono nel panico, quelli con sangue freddo sono in grado di vedere nei prezzi bassi un'opportunità di acquisto. Approfittare di investire in una crisi richiede disciplina, pazienza e una ricchezza in attività liquide a disposizione tali da acquistare opportunisticamente in un contesto così rischioso.

Proprio ciò ha permesso ad Uber di raccogliere un massiccio numero di investitori i quali, cogliendo le potenzialità dell'applicazione, hanno fatto sì che la società superasse di gran lunga il valore dell'ambito miliardo di dollari.

Una timeline dei vari investimenti può chiarire le tempistiche con cui Uber è diventata l'Unicorn più ambita. (Figura 4).⁸¹

⁸⁰ "Michael Arrington: Ubercab closes uber angel round",
<https://techcrunch.com/2010/10/15/ubercab-closes-uber-angel-round/>

⁸¹ <https://www.crunchbase.com/organization/uber/funding-rounds>

Date	Amount / Round
Jul, 2016	\$1.15B / Debt Financing
Jun, 2016	\$3.5B / Series G
Feb, 2016	\$200M / Venture
Aug, 2015	\$100M / Venture
Jul, 2015	\$1B / Series F
Feb, 2015	\$1B / Series E
Jan, 2015	\$1.6B / Debt Financing
Dec, 2014	\$1.2B / Series E
Jun, 2014	\$1.4B / Series D
Aug, 2013	\$258M / Series C
Dec, 2011	\$37M / Series B
Feb, 2011	\$11M / Series A
Oct, 2010	\$1.25M / Angel
Aug, 2009	\$200k / Seed

Figura 4: Uber funding rounds, dal 2010 al 2016

Uber viene ufficialmente costituita nel 2009 tramite l'apporto di capitale di 200 mila dollari da parte dei due fondatori Travis Kalanick e Garrett Camp.

In ottobre 2010 riceve il primo importante finanziamento di 1,25 milioni di dollari da parte di First Round. Successivamente annuncia di aver raccolto 11 milioni in serie A⁸² con un finanziamento da parte di Benchmark Capital, raggiungendo un valore capitale di 60 milioni di dollari.

Nel dicembre 2011 viene finanziata con 37 milioni di dollari in serie B da parte delle società VC Menlo Ventures e CrunchFund, per poi ricevere un finanziamento di 258 milioni di dollari in serie C da parte di Google Ventures (società VC). Questo è il momento in cui Uber entra a far parte del club delle Unicorns, con un valore di 3,5 miliardi di dollari.

Nel 2014 chiude in serie D con un finanziamento di 1,4 miliardi di dollari da parte di Fidelity Investment, e nello stesso anno riceve un finanziamento di 1,2 miliardi di dollari da parte di Menlo Ventures e Google Ventures, raggiungendo un valore di 40 miliardi di dollari.

Nel corso dei successivi anni riceve altri finanziamenti che ne accrescono il valore, fino ad ottenere il più cospicuo finanziamento nel giugno 2016 di 3,5 miliardi di dollari, che la porta ad essere valutata 62 miliardi di dollari. Il finanziamento è stato apportato dal

⁸² serie A indica il primo turno di finanziamenti di capitale di rischio per una società. Successivamente si prosegue con serie B, C etc per indicare la progressione di questi turni di finanziamenti

Saudi Arabia's Public Investment Fund, fondo di investimento pubblico creato al fine di facilitare lo sviluppo dell'economia araba.

Il punto di forza di Uber, che le è valsa il titolo di Unicorn, e che le permette di battere la concorrenza, è stato sicuramente il raccogliere capitale di rischio da investitori di alto profilo.

Inoltre ha differenziato il suo prodotto offrendo varie alternative in corrispondenza di diversi livelli qualità/prezzo, cercando di accontentare ogni fascia di consumatore, avendo questi disponibilità, esigenze e preferenze diverse.

Fino ad oggi un numero crescente di aziende tecnologiche hanno raggiunto dunque lo status di Unicorn, con valori che superano il miliardo di dollari, come Uber la quale ha raggiunto una valutazione di 68 miliardi di dollari.

Oltre ai cospicui investimenti ottenuti nel corso della sua esistenza, questa crescita è dovuta anche alle nuove dinamiche che sono in gioco nel mercato. Le Unicorns infatti tendono a rimanere private più a lungo, con la conseguente accelerazione della quantità di capitale privato investito da parte di fonti non tradizionali a caccia di rendimenti proficui.

Tra il 2013 e il 2015 il capitale investito in aziende private è quasi triplicato, passando dai 26 miliardi di dollari nel 2013, a circa 75 miliardi di dollari nel 2015 (Figura 5).⁸³

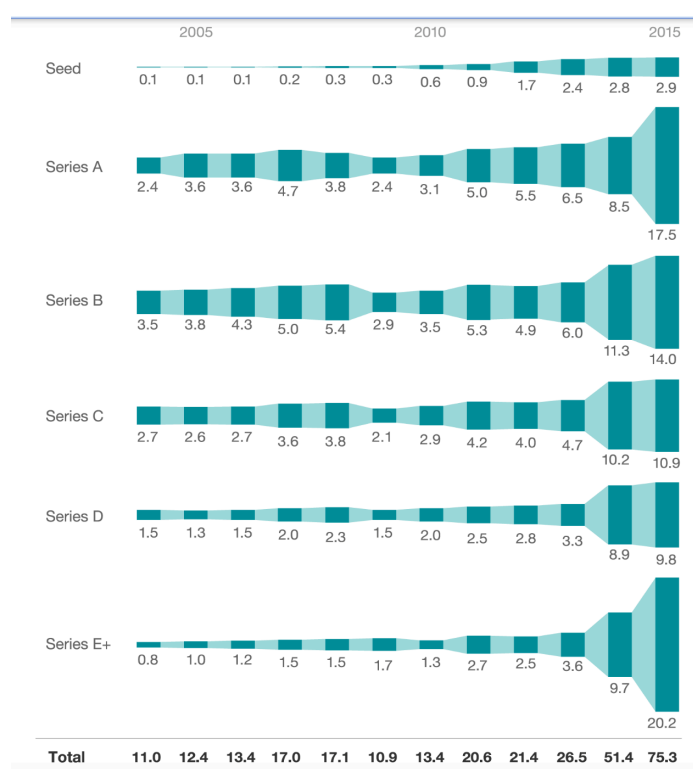


Figura 5: Capitale investito in aziende private (in miliardi di dollari)

Con i cospicui finanziamenti ottenuti non c'è da stupirsi se sempre più aziende stanno scegliendo di guadagnare tramite enti privati; rimanere private ha una serie di vantaggi, quali la possibilità per l'azienda di concentrarsi sulla strategia a lungo termine piuttosto che su utili trimestrali a breve termine, mantenendo il vantaggio competitivo che deriva dal non rivelare informazioni sensibili, e riducendo al minimo il tempo e le risorse della gestione, proteggendo al tempo stesso l'azienda da acquisizioni ostili.

⁸³ "McKinsey&Company:Grow fast or die slow", 2016

Nonostante il perseguimento di una IPO sia allettante, poiché stimola la crescita, ed è un modo per ottenere un finanziamento tale da scalare un business, il trend di rimanere private è ormai sempre più diffuso.

Lo stesso Kalanick, Ceo e fondatore di Uber, in una recente intervista⁸⁴ ha affermato che non si aspetta che la sua compagnia diventi pubblica presto, al contrario il suo obiettivo è di ritardare la IPO il più possibile, poiché grazie ai finanziamenti ottenuti non vi è la necessità di affacciarsi al mercato pubblico, così da sfruttare il più a lungo possibile la flessibilità garantita dal mercato privato.

3.5) Conclusioni

La crisi finanziaria del 2009 e la grande recessione che ne è seguita sono eventi ancora freschi nella memoria di molti investitori, i quali hanno visto i loro portafogli perdere un cospicuo valore. Invece di agire razionalmente durante una crisi, molte persone reagiscono in modo eccessivo; tuttavia mentre molte persone in preda al panico si sono sentite costrette a vendere i propri beni a prezzi bassi, un piccolo gruppo di individui più pazienti, hanno visto nel crollo del mercato azionario un'opportunità. Investire in una crisi è rischioso, in quanto la timeline di ripresa è incerta, eppure questi investitori in grado di investire in una crisi senza soccombere alla paura irrazionale che generalmente investe gli individui, possono trarre rendimenti notevoli.

Gli investitori in genere non si comportano come previsti dalla teoria finanziaria tradizionale, in cui ogni individuo si comporta razionalmente in modo tale da massimizzare la propria utilità. Piuttosto spesso le persone si comportano irrazionalmente lasciando che le emozioni prendano il sopravvento, soprattutto nel momento in cui l'economia sta vivendo una condizione di caos. La finanza comportamentale dimostra che le persone sono avversi al rischio, ed in particolar modo avversi alla perdita, percependo dunque il dolore emotivo di una perdita in misura maggiore rispetto al piacere ottenuto da un utile di pari entità.

Quindi mentre la maggior parte degli investitori sono afflitti dalla crisi, altri decidono di mettersi in gioco. Investendo in società, o creandone di nuove. La caratteristica che porta questi individui ad agire in un modo così rischioso in tale contesto è l'eccessiva fiducia che il nuovo imprenditore ha di sé, ossia l'overconfidence. Nascono quindi società come Uber, nata appunto negli anni della grande recessione degli anni 2000.

La società apporta una novità su un mercato ormai saturo di idee e in cui l'economia in declino blocca sul nascere le idee a causa di timore verso un rischio apparentemente certo. Accettando la sfida nel contrastare la negatività del mercato, Uber è riuscito ad ottenere numerosi consensi sul mercato, come risulta evidente dagli ingenti investimenti apportanti da investitori privati. Ciò ha permesso alla società di divenire una Unicorn e raggiungere una valutazione che supera il miliardo di dollari, ed essere al tempo stesso considerata la società privata con maggiori profitti.

⁸⁴ <http://www.cnn.com/2016/03/28/uber-ipo-uber-unlikely-ceo-kalanick.html>

CONCLUSIONI

La forte connessione tra finanza comportamentale e realtà mette in evidenza come questa disciplina sia indispensabile per comprendere a fondo il mondo che ci circonda, ed in particolar modo ad analizzare i comportamenti degli individui nei mercati. La behavioural finance ha infatti l'obiettivo di affiancarsi alla dottrina tradizionale, integrandola in modo tale da rispondere ai quesiti che la scienza classica non è in grado di analizzare a fondo. L'economia ha come oggetto sociale l'analisi della società, la quale è costituita da individui, ed è dunque importante soffermarsi su un tratto che caratterizza l'essere umano, ossia la psicologia. Focalizzarsi sugli aspetti emozionali degli individui può aiutare a comprendere più a fondo le dinamiche che si verificano nei mercati, ed ad analizzare le decisioni di management.

L'elaborato ha l'obiettivo di illustrare come la finanza comportamentale è presente in ogni aspetto legato ad i mercati. Vengono analizzate le caratteristiche della finanza comportamentale, confrontandola con le teorie di finanza classica, le quali vengono messe in discussione, smentendo l'ipotesi di piena razionalità degli agenti economici, su cui la dottrina tradizionale si fonda. Gli individui agiscono dunque in modo irrazionale, a causa delle numerose anomalie comportamentali che influiscono sulle decisioni da intraprendere.

Il bias che maggiormente interviene nelle scelte imprenditoriali è l'overconfidence, il quale è alla base della scelta dei management nel prediligere un assetto aziendale privato, piuttosto che raccogliere capitali tramite IPO; ciò ha permesso al trend delle Unicorns, startup estremamente innovative la cui valutazione supera il miliardo di dollari, di diffondersi sempre di più. La finanza comportamentale aiuta a comprendere anche le dinamiche della crisi esplosa nel 2008, in cui si individua una fase di esuberanza irrazionale, ed in particolar modo il bias di overconfidence illustra le motivazioni alla base del trend Unicorns, esploso soprattutto durante questa fase di recessione.

Sono dunque gli individui a determinare gli andamenti del mercato, ed è dunque indispensabile comprendere il loro comportamento al fine di analizzare il modo con cui lo influenzano. Gli assetti di analisi tradizionali sono sicuramente indispensabili al fine di comprendere determinate scelte manageriali, così come il comportamento degli investitori, ma in un mercato così modernizzato, in cui i fattori psicologici incidono sempre di più sugli individui, è importante affiancare ai tradizionali numeri, questi elementi aggiuntivi legati alla psicologia dell'individuo.

Bibliografia

- Abreu M. (2014), *Individual investors behavioral biases*, in Teaching economics working papers, Lisbona school of economics e management, p. 12
- Allan S., Lawson S., Ortelle J., Kakowski S., Pipp S. (2016), *State of the markets: the innovation economy responds to recalibration*, in Silicon Valley Bank, p. 6
- Arrington M. (2010), *UberCab closes uber angel round*, in TechCrunch, 15 ottobre
- Austin S., Canipe C., Slobin S. (2015), *The billion dollar startup club*, in The Wall Street Journal, 18 febbraio
- Bandura A. (2000), *Autoefficiacia. Teoria e applicazioni*, Erickson, Trento, p. 1, ss
- Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S. (2014), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education, Milano, p. 1, ss
- Brown K. C., Wiles K. W. (2015), *In search of unicorns: private IPOs and the changing markets for private equity investments and corporate control*, in Journal of applied corporate finance, vol.27, n.3, p. 1, ss
- Carrer S. (2015), *Robert Schiller: "nuova esuberanza irrazionale sui mercati"*, edizione del Sole 24 Ore, Milano, 9 marzo
- Cervellati E. M. (2012), *Finanza comportamentale e investimenti: oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori*, McGraw-Hill Education, Milano, p. 1, ss
- Cooper A. C., Woo C. Y., Dunkelberg W. C. (1988), *Entrepreneurs perceived chances for success*, vol. 3, issue 2, p. 97-108
- Cutmore G., Allen P. (2016), *Uber IPOUber-unlikely: CEO Kalanick*, in CNBC, 29 marzo
- Epstein S. (1994), *Integration of the cognitive and the psychodynamic unconscious*, in American psychologist, vol. 49, n.8, agosto, p. 1, ss
- Erdogan B., Kant R., Miller A., Sprague K (2016), *Grow fast or die slow: why unicorns are staying private*, in McKinsey&Company, maggio
- Ferretti R., Rubaltelli E., Rumiati R. (2011), *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, p. 1, ss
- Gomes A., Gorton G., Madureira L. (2004), *SEC regulation fair disclosure, information, and the cost of capital*, in National Bureau Of Economic Research, n. 10567, giugno, p. 1, ss
- Griffith E., Primack D. (2015), *The age of unicorns*, in Fortune, gennaio
- Heller M. (2015), *SOX compliance getting more costly*, in CFO, 20 maggio
- Kahneman D. (2012), *Pensieri lenti e veloci*, Mondadori, Milano, p. 1, ss

Kajiwara M (2016), *Crisis have helped spawn today's "unicorns"*, in Nikkei Asian Review, 17 maggio

Kaplan S. N., Stromberg P. (2008), *Leveraged buyouts and private equity*, in National Bureau of Economic Research working paper series, n. 14207, giugno, p. 1, ss

Knowledge@wharton (2015), *Of unicorns and decadorns: is a tech startup bubble forming?*, in the Wharton school, University of pennsylvania, 22 giugno

Lee A. (2013), *Welcome to the unicorn club: learning from billion-dollar startups*, in TechCrunch, 2 novembre

Linciano N. (2010), *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, in Consob quaderni di finanza aziendale, collana Studi e Ricerche, n.66, gennaio, p. 1, ss

Madhvani M., Casartelli A., Maerz M., Bhaila M. A. (2015), *European unicorns: do they have legs?*, in Independent technology research, GP. Bullhound

Olivieri G., Foschini G., Staffa M. (2007/2008), *Dispense di matematica finanziaria*, parte 1, p. 86

Picker L. (2015), *Risking your neck to run with the unicorns*, in The New York Times, 5 novembre

Saunders A., Cornett M. M., Anolli M., Alemanni B. (2011), *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw-Hill, Milanon, 3/ed, p. 1, ss

Tilson W., Tongue G. (2009), *More mortgage meltdown: 6 ways to profit in these bad times*, Wiley, chapter 1

Sitografia

<http://fortune.com/unicorns/airbnb-3/>, Fortune, *Unicorn list: Airbnb*

<https://fred.stlouisfed.org/series/SPCS20RSA>, Federal Reserve Bank of St. Louis, economic research, *S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index*

<http://www.inc.com/issie-lapowsky/malcolm-gladwell-starting-business-requires-overconfidence.html>, Inc.Video, *starting a business requires overconfidence*

<https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>, U.S. Securities and Exchange Commission, *Sarbanes-Oxley Act of 2002*

<https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>, US Security and Exchange Commission, *What we do*

<https://www.uber.com/our-story/>, Uber, *La nostra storia*

<https://www.crunchbase.com/organization/uber/funding-rounds>, Crunchbase, *Uber funding rounds*

