



*Dipartimento: di impresa e management*

*Cattedra: Finanza Aziendale*

Underpricing e analisi del fenomeno nel mercato high-tech

RELATORE

Prof. Massimo Spisni

CANDIDATO Ottavio Peligra  
Matr. 197601

ANNO ACCADEMICO 2017-2018

# Indice

Introduzione	3
Capitolo 1 Offerta Pubblica di Sottoscrizione	
1.1 Elementi generali dell'Offerta Pubblica di Sottoscrizione	5
1.2 Procedure e soggetti coinvolti nell'Offerta Pubblica di Sottoscrizione	
1.2.1 Fasi dell'OPS	8
1.2.2 I soggetti coinvolti	11
1.3 La fase di pricing	15
1.4 Conclusione	17
Capitolo 2 Underpricing Azionario	
2.1 Definizione di underpricing e modelli di analisi	18
2.1.1 Il modello delle asimmetrie informative	20
2.1.2 La struttura delle compensazioni dei manager	24
2.2 Struttura proprietaria, OPS e underpricing	25
2.3 Underpricing e conflitto di interesse tra intermediario ed emittente	31
2.4 Conclusione	34
Capitolo 3 LinkedIn	
3.1 La storia di LinkedIn	35
3.2 Business model di LinkedIn	40
3.3 Il settore high-tech	42
Conclusione	45
Bibliografia	47

## Introduzione

Con il termine Offerta Pubblica di sottoscrizione (Initial Public Offer)<sup>1</sup> si indica l'offerta di azioni volta alla raccolta di capitale di rischio sull'equity market, effettuata da un'impresa non ancora quotata su un mercato regolamentato. Premesso che la letteratura individua diverse scelte alla base della quotazione borsistica, si possono rinvenire alcune caratteristiche comuni alle diverse teorie sul motivo per cui tale scelta possa rivelarsi conveniente. Anzitutto un'IPO rappresenta un mezzo per sfruttare le opportunità di crescita dell'impresa attraverso una forma di fund raising sicura e che presenta costi (diretti) inferiori rispetto alle alternative. Inoltre in un'ottica di investimento si assiste a una riduzione del grado di rischio dello stesso, motivata dai parametri di disclosure<sup>2</sup> imposti, in termini di grado di apertura informativa, che precedono la fase di quotazione, cui vanno aggiunti la facilità di smobilizzo del titolo (che determina la riduzione del costo della raccolta del risparmio per la società) legata alla quotazione, nonché la creazione di una certa quantità di flottante, ossia di capitale diffuso presso il pubblico, stabilita dalle regole del singolo mercato. L'insieme di tali elementi è alla base dell'analisi costi/benefici sia per l'impresa che ha intenzione di quotarsi sia per il soggetto che sceglie di investire nel mercato azionario e forniscono una visione più chiara sulle effettive possibilità per entrambe le parti di ottenere un beneficio.

È in tale contesto, ed in particolare nella fase di fissazione del prezzo, che si riscontra il fenomeno dell'underpricing, inteso come differenza positiva fra il prezzo di mercato del titolo assunto durante il primo giorno di contrattazione e il prezzo di collocamento, ossia il prezzo di emissione per la vendita del titolo sul mercato primario. Alla base di tale fenomeno, che rappresenta un costo (che può essere anche molto gravoso) per l'impresa emittente, in quanto comporta una differenza tra il capitale raccolto e quello potenzialmente raccogliabile (determinabile sulla base del prezzo di contrattazione), vi sono diverse ragioni. Tra queste vi possono essere scelte societarie volte a suscitare l'interesse degli investitori offrendo le azioni a prezzi inferiori rispetto a quelli di presumibile realizzo, la presenza di asimmetrie informative tra i partecipanti all'operazione, squilibrio tra domanda e offerta di titoli o ancora fattori comportamentali. Un grande numero di evidenze empiriche dimostra che il fenomeno in questione è rintracciabile in numerosi contesti, sia spaziali che temporali, e che tra i vari paesi esiste un grado di variazione dello stesso (in base a studi formulati in materia da parte di R. Ibbotson e R. Ritter). Esso dunque rappresenta un elemento di confronto necessario nel momento in cui un'impresa programma la fase della quotazione e da cui non si può prescindere nella valutazione dell'operazione. Negli Stati Uniti d'America, ad esempio, il livello medio di underpricing è risultato essere il 42% tra il 1996 e il 2000<sup>3</sup>.

---

1: Di seguito indicata con l'acronimo IPO

2: ad esempio il Prospetto Informativo redatto secondo le regole stabilite da CONSOB per la quotazione su Mercato Telematico Azionario

3; Lowry, M. e Murphy K.J. "Executive stock options and IPO underpricing", *Journal of Financial Economics*, 85(2007) 39-65

Ciò significa che, se i titoli fossero stati prezzati al valore di presumibile realizzo, queste società avrebbero raccolto in media il 42% in più del capitale

Per tali ragioni il lavoro avrà il suo focus sullo studio dell'underpricing, i fattori che ne sono alla base, con particolare attenzione alla teoria sulle asimmetrie informative e all'assetto proprietario. Di quest'ultimo aspetto verrà analizzata la situazione pre e post quotazione, il fenomeno della stock dilution in relazione alla variazione di valore delle azioni degli shareholder.

Dopo questa breve introduzione segue il primo capitolo che riporta la teoria generale delle IPO, ne descrive le fasi principali, le potenzialità sottostanti, le procedure previste, i soggetti coinvolti, attenzionando in particolare il rapporto tra la società emittente e il consorzio di collocamento, e la fase di pricing del titolo. In considerazione di ciò, ossia della fase in cui viene stabilito il prezzo, verrà introdotto il concetto di sottovalutazione del prezzo, che dominerà il capitolo successivo. Il focus del secondo capitolo sarà appunto il fenomeno dell'underpricing, inizialmente analizzando le variabili e i modelli individuati dalla letteratura per cogliere il fenomeno nei suoi aspetti principali e generali, poi concentrandosi, in due paragrafi distinti, sul rapporto esistente sia con le asimmetrie informative nella fase di quotazione (considerando i casi di adverse selection) sia sull'influenza che la sottovalutazione del prezzo ha nella determinazione e nell'evoluzione dell'assetto proprietario (con riferimento al fenomeno della stock dilution cui sopra si accennava).

Il terzo e ultimo capitolo vuole poi proiettare l'intero lavoro verso un'ottica più pragmatica confrontando i modelli teorici descritti in precedenza in relazione al mercato high-tech, analizzandone le caratteristiche principali e studiando il comportamento e le dinamiche che hanno portato imprese di questo genere, ad alto contenuto tecnologico, a scegliere di quotarsi. La scelta del mercato high-tech è dovuta non solo alla grande espansione che il settore ha conosciuto nell'ultimo ventennio ma anche alle caratteristiche di tale mercato, dove operano imprese ad alto potenziale di crescita e caratterizzate da un basso grado di informazioni disponibili al pubblico. Sono proprio tali caratteristiche ad influenzare notevolmente il livello di underpricing. Ad esempio, Twitter, una delle prime imprese high-tech a quotarsi su New York Stock Exchange, ha registrato una sottovalutazione del prezzo del 72,69 %, partendo da un prezzo di collocamento pari a 26 USD e registrando nella fase di contrattazione un prezzo di partenza pari a 45,10 USD (il 73% superiore rispetto a quello di offerta). Il capitolo si concluderà con una breve analisi del caso LinkedIn, che ha registrato un underpricing elevatissimo (circa il 90%) partendo da un prezzo di collocamento di 45 USD e registrando all'apertura della fase di contrattazione un prezzo di 80 USD.

Tale capitolo conclusivo ha il ruolo di definire con maggiore chiarezza l'obiettivo alla base dell'intero lavoro, ossia inquadrare il fenomeno dell'underpricing, che come detto in precedenza è elemento imprescindibile nell'analisi costi/benefici legata alla quotazione azionaria, in un settore, quello high-tech, caratterizzato da grande dinamismo e notevole espansione

---

# Capitolo 1: Offerta Pubblica di Sottoscrizione

## 1.1 Elementi generali dell'Offerta Pubblica di Sottoscrizione

Il seguente capitolo si pone di illustrare il funzionamento di un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (da qui in avanti OPS), ossia "l'azione con cui una società invita una o più categorie di investitori a sottoscrivere azioni di nuova emissione"<sup>1</sup>. Tale operazione si svolge sul mercato primario ed è volta alla creazione del flottante, ossia di capitale diffuso presso il pubblico, necessario per la prima quotazione della società sul mercato.

In particolare, la fase di quotazione può assumere diverse modalità a seconda delle azioni che la società decide di mettere sul mercato, configurando tre operazioni differenti

- Operazione Pubblica di Sottoscrizione (OPS): ossia azioni di nuova sottoscrizione la cui vendita consente all'impresa di acquisire nuovo capitale di rischio.
- Operazione Pubblica di Vendita (OPV): in questo caso le azioni che costituiscono oggetto dell'offerta sono già esistenti e cedute da azionisti dell'impresa per liquidare, in tutto o in parte, il loro investimento.
- Operazione Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS): una forma ibrida di operazione che somma le caratteristiche delle due precedenti, dove le azioni sono in parte di nuova sottoscrizione e in parte già esistenti.

Tra le prime due modalità descritte è presente una differenza cruciale. Il primo caso comporta un inevitabile aumento del capitale sociale. Nel secondo caso invece l'impresa da un lato gode di una maggiore liquidità ma dall'altro si può generare un maggiore frazionamento del capitale senza che tuttavia quest'ultimo aumenti. Questo deriva dal fatto che nella seconda modalità si configura uno switch degli azionisti.

Durante la vita di un'impresa la scelta di quotarsi è generalmente motivata dalla necessità di finanziare le attività societarie attraverso fonti differenti dal debito. Tale opzione risulta particolarmente vantaggiosa per differenti ordini di motivi. I principali sono rappresentati dalla riduzione del costo del capitale raccolto presso il pubblico e da una maggiore accessibilità, legata alla modalità stessa di raccolta. Alla base di questi fenomeni vi è il fatto che il titolo goda di maggior liquidità rispetto ad un titolo non quotato, per tipo e settore di riferimento. Ciò determina sia maggiore accessibilità, dovuta a strumenti del mercato stesso (es. dematerializzazione titoli), che il minor costo di raccolta, spiegato dalla riduzione del premio per il rischio. L'investitore non ne riceverà la quota relativa al rischio di liquidità del titolo.

---

1: [www.borsaitaliana.com](http://www.borsaitaliana.com)

I vantaggi sopra indicati non rappresentano gli unici benefici portati dalla scelta “*going public*”. Vanno ricompresi nel novero anche benefici di carattere fiscale<sup>2</sup>, miglioramento dello standing creditizio dovuto alla minor leva finanziaria, perfezionamento del management dovuto alla necessità di adattarsi alle richieste degli investitori. Inoltre, rappresenta un indice di solidità per clienti e fornitori.

A fronte di tali giovamenti le regole del mercato dispongono una serie di obblighi nei confronti dell’impresa che intraprende tale percorso. Ad esempio, il legislatore italiano e comunitario ha disposto una serie di norme e imposizioni in materia di disclosure. Tali obblighi informativi generano costi, che possono essere distinti tra “diretti” e “indiretti”. I primi riguardano la produzione e diffusione di notizie rilevanti, in particolare contabilità, attività di compliance, consulenza legale e segreteria sociale. A questi si aggiungono quelli relativi al monitoraggio dell’operazione da parte degli organi di governo societario, quali collegio sindacale, internal audit e revisori. I costi indiretti sono, per lo più, legati alla comunicazione di informazioni alla concorrenza (che si appropria del valore delle stesse) e agli altri stakeholders. Ad esempio, le banche potrebbero aumentare il costo del credito quando le informazioni comunicate abbiano carattere negativo<sup>3</sup>.

I suddetti costi sono aumentati a fronte delle riforme di corporate governance degli ultimi anni, che hanno visto regole più stringenti in materia di informazione finanziaria e relativi controlli.

Particolarmente rilevante tra i costi indiretti è l’underpricing. Per misurarne l’entità (grado) una misura comunemente utilizzata è il “first day return”, ossia la variazione del prezzo del titolo alla fine del primo giorno di contrattazione. Tale fenomeno rappresenta un costo rilevante per l’impresa, in quanto se il titolo fosse prezzato correttamente la società avrebbe potuto raccogliere fondi maggiori.

Affianco a questi costi un’ulteriore “contro” derivante dalla scelta di quotarsi è rappresentato da una maggiore influenza del mercato. Il benessere dell’impresa, anche se governata efficientemente, può essere minato da fattori fuori dal controllo della stessa. Ad esempio, fluttuazioni o azioni speculative, legate ad un andamento congiunturale del mercato azionario, possono comportare un abbassamento del valore dei titoli.

Ulteriore elemento da considerare è quello relativo alla stock dilution. Quello che si manifesta è una naturale ridefinizione dell’assetto proprietario, tale per cui gli azionisti di maggioranza potrebbero aver perso il loro ruolo di blockholders.

---

2: Il D.L. 537/1994 e il D.L. 466/1997, in Italia, hanno previsto sgravi fiscali, anche se temporanei, per le imprese neo quotate su un mercato borsistico regolamentato.

3: Guido Ferrarini, I costi dell’informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati, in “Analisi Giuridica dell’Economia, Studi e discussioni sul diritto dell’impresa” 1/2013, pp. 203-222

In tal senso spesso i manager, nel tentativo di accontentare i nuovi azionisti, perseguono un miglioramento della performance di breve termine, a svantaggio di quella di lungo periodo.

Inoltre, un azionariato eccessivamente frammentato può comportare una maggiore debolezza in confronto ad eventuali hostile takeover.

Il Going Public Process comporta una serie di notevoli sforzi per l'impresa quotante. Anzitutto per soddisfare i requisiti di listing l'impresa deve operare un riassetto organizzativo ed amministrativo. Ciò non rappresenta necessariamente uno svantaggio, tuttavia può esserlo qualora tale riassetto non apporti valore aggiunto ma rappresenti una dispersione di tempo ed energia. A ciò si somma una maggiore responsabilità del management. Se da un lato la quotazione comporta un maggior prestigio per i manager dall'altro ci si aspetta che i forecast da questi eseguiti in termini di risultati attesi trovino poi effettivo riscontro: al contrario un eventuale scostamento, soprattutto se peggiorativo, non farebbe altro che gravare sull'immagine dell'azienda, minacciandone - nei casi più estremi - anche la permanenza nel mercato.

Questo primo paragrafo vuole mostrare i fattori da tenere in considerazione quando si affronta il processo di quotazione, affiancando ai benefici che ne derivano le possibili difficoltà. Segue adesso un paragrafo inerente al funzionamento di OPS, analizzandone fasi e struttura.

## 1.2 Procedura e soggetti coinvolti nel processo di OPS

### 1.2.1 Fasi dell'Offerta Pubblica di Sottoscrizione

Il processo di quotazione di un'impresa può essere diviso in quattro fasi:

- Fase preliminare
- Fase iniziale
- Fase intermedia
- Fase esecutiva

Durante la fase preliminare il management svolge una serie di controlli volti a valutare la fattibilità dell'operazione oltre che la convenienza strategica, economica e finanziaria della stessa. L'analisi viene svolta attraverso la raccolta di informazioni essenziali per giudicare il rapporto tra benefici e costi. Per tale ragione la fase preliminare ha spesso una durata incerta. In questa fase, qualora l'analisi suggerisca risultati interessanti, si provvede alla formazione del team di lavoro che guiderà, di concerto con il management, l'insieme delle fasi. Particolare rilevanza ha la figura del global coordinator.

Il global coordinator è un intermediario che svolge un ruolo di coordinamento tra tutte le istituzioni che partecipano all'offerta. Il suo lavoro inizia dall'analisi della fattibilità dell'operazione e poi prosegue con la due diligence. Si dovrà occupare della costituzione dei consorzi di collocamento e garanzia, del prospetto informativo, dei roadshow, del bookbuilding, della determinazione del prezzo e della sua stabilizzazione successiva alla quotazione. La fase preliminare si conclude con il kick-off meeting, nel quale si scelgono modalità e tempistiche del processo di quotazione.

La fase iniziale si avvia con il processo di due diligence economico-finanziaria, patrimoniale e legale, che porta alla raccolta delle informazioni necessarie per avere una visione globale dell'impresa. Tali informazioni sono alla base della redazione del Prospetto Informativo, la cui stesura si protrae nelle fasi successive. Sono considerate informazioni rilevanti quelle inerenti al management, alla struttura organizzativa, le recenti performance, obiettivi e strategie, posizionamento rispetto alla concorrenza nel settore di riferimento. La somma di tali informazioni andrà a costituire il Prospetto informativo, il quale deve contenere: “«tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente”<sup>4</sup>

---

4: art. 94.2 Testo Unico in materia Finanziaria

Sempre in questa fase vengono svolte attività interne all'impresa quali la convocazione dell'assemblea ordinaria (straordinaria se si procede ad un aumento di capitale) per le deliberazioni sull'approvazione del progetto di quotazione, la scelta della società di revisione, gli adeguamenti statuari che dovessero essere necessari.

La fase intermedia si svolge nel frangente in cui Borsa Italiana e Consob svolgono attività istruttoria in merito alla documentazione posta in essere per l'avvio del processo di quotazione. Il controllo effettuato riguarda la bozza del Prospetto Informativo e la domanda di pubblicazione dello stesso. Nel frattempo la società può provvedere ad una seconda convocazione dell'assemblea dei soci al fine di deliberare sugli ultimi dati finanziari. Inoltre in questa fase vede la composizione dell'offering circular, un prospetto informativo redatto secondo i principi internazionali per la collocazione dei titoli all'estero. L'offering circular viene redatto da parte di un team composto dai consulenti legali, dalla società di revisione, dai consulenti fiscali, dallo sponsor, dal global coordinator e dal responsabile per il collocamento. Altro documento rilevante prodotto in questa fase è la cosiddetta analyst presentation, che in particolare contiene un'analisi dell'azienda e del business che essa svolge, la descrizione delle metodologie di valutazione utilizzate per stimare il valore dell'azienda, la presentazione della struttura dell'offerta. Questa ricerca è il punto di partenza per gli analisti finanziari per esprimere un proprio giudizio sulle previsioni finanziarie dell'emittente, e risulta pertanto fondamentale poiché è in grado di influenzare il giudizio degli analisti e di riflesso l'intera comunità finanziaria. Il giudizio che gli analisti svilupperanno sui dati dell'impresa costituisce a sua volta la base per l'attività di pre-marketing. Il premarketing è finalizzato a sondare gli interessi dei potenziali investitori sul mercato, attraverso lo svolgimento di incontri informali tra gli investitori stessi e la società emittente accompagnata dal proprio team di consulenti.

In questa fase gli investitori hanno la possibilità di entrare a più stretto contatto con la società e con il consorzio di collocamento. Il consorzio viene creato dal global coordinator con altre banche al fine di accumulare dichiarazioni d'interesse per i titoli da parte degli investitori istituzionali ed eventualmente di esprimere dubbi riguardanti la struttura dell'offerta. Mentre la società può cogliere l'occasione per fissare incontri individuali con gli investitori più interessati all'offerta. L'attività di pre marketing permette così alla società emittente di modificare e modulare l'offerta di titoli in base alle richieste degli investitori e viene a rappresentare una fase cruciale dell'intero processo.

La fase intermedia termina con il rilascio dell'ammissione a quotazione (o il rigetto della domanda, nel caso in cui non sussistano i requisiti richiesti) da parte di Borsa Italiana e con il rilascio dalla Consob del nulla osta alla pubblicazione del Prospetto Informativo, che viene contestualmente pubblicato insieme al preliminary offering circular

L'ultima fase è quella esecutiva, durante la quale il processo di quotazione viene effettivamente portato a termine, dando l'avvio alla negoziazione del titolo. Il primo step relativo alla fase esecutiva si apre con l'attività di marketing o roadshow, durante la quale avvengono gli incontri individuali e formali nei principali centri finanziari tra il top management della società e gli investitori. Durante questi incontri l'obiettivo primario della società è quello di rafforzare l'attrattiva per il proprio investment case.

In questa fase alla società viene richiesto un maggiore sforzo in termini di comunicazione e anche di tempo, che il top management deve essere disposto ad impiegare. L'andamento delle attività di marketing difatti rappresenta un passaggio cruciale nella definizione degli acquirenti.

Al roadshow segue il bookbuilding, durante il quale i potenziali investitori istituzionali comunicano al bookrunner il numero di titoli che vogliono comprare e il relativo prezzo di acquisto. Il bookrunner è un intermediario che raccoglie e accentra tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione proposti dagli investitori istituzionali in merito ai titoli oggetto di offerta. Lo svolgimento di tale funzione è spesso assegnato al global coordinator. Il bookbuilding è fondamentale nel processo di formazione del prezzo, del quale ci occuperemo in maniera più approfondita nel corso della trattazione.

Successivamente vengono sottoscritti i contratti di collocamento e di garanzia per l'offerta pubblica e il collocamento privato tra l'emittente, gli eventuali azionisti venditori e il Responsabile del Collocamento/Global Coordinator.

Avviene poi il lancio da parte del consorzio di collocamento, al quale erano state preventivamente assegnate le azioni, dell'offerta pubblica di vendita e/o di sottoscrizione al pubblico indistinto.

La durata del periodo dell'offerta va dai due giorni ai quattordici giorni. Alla fine del periodo di offerta viene fissato il prezzo definitivo di offerta dell'azione; i titoli vengono pagati consegnati alla Monte Titoli entro cinque giorni dalla fine dell'IPO; viene pubblicata la final offering circular. La fase di esecuzione si conclude con l'avvio delle negoziazioni e con l'attività di stabilizzazione del prezzo del titolo, durante la quale il consorzio di collocamento può sostenere l'andamento del prezzo del titolo.

## 1.2.2. I soggetti coinvolti

Dopo avere analizzato lo svolgimento di un'OPS nelle sue fasi operative, il lavoro si focalizzerà sui rapporti posti in essere con i soggetti coinvolti nell'intera procedura, al fine di ottenere una visione più completa dell'intero processo. Tale analisi vuole così chiarire le sfaccettature di carattere più pratico che connotano la going public choice.

Bisogna anzitutto considerare, come si può dedurre dal precedente sotto-paragrafo, che oltre che coinvolgere numerosi soggetti, il processo di quotazione si connota per un dispiegamento di risorse e tempo cospicua: “esso si qualifica come un processo timeconsuming, poiché richiede una notevole preparazione, nonché un dispiegamento di forze e risorse encomiabile”<sup>5</sup>.

In tal senso l'impresa oggetto di ipotetica quotazione viene a confrontarsi con una fase di professionalization: ossia un passaggio obbligato la cui conduzione, più o meno efficiente, è determinante per il successo o il fallimento dell'impresa una, volta quotata. In particolare, \esso si concretizza in un insieme di molteplici attività tra cui:

- i) un'azione, promossa dal senior management, di ristrutturazione dell'organizzazione aziendale volta a rendere l'impresa stessa adatta alla sopravvivenza sul mercato borsistico.
- ii) l'implementazione di un sistema efficiente di controllo contabile, necessario per fornire costantemente agli investitori una documentazione trasparente e regolare.
- iii) la creazione di un adeguato sistema di compensazione per i dipendenti, basato su uno schema di incentivi, così da allineare gli interessi personali agli obiettivi aziendali. Strumento atto ad assolvere a questo compito sono le stock options<sup>6</sup>, con l'obiettivo di attutire eventuali problemi di agenzia.
- iv) l'assunzione e conseguente formazione di un gruppo di professionisti che abbia esperienze nel settore del Going Public, non solo nella fase di quotazione, ma, ancora più importante, nella fase di successiva gestione.

---

5: Draho, J., 2004. The IPO Decision. Why and How companies go public. Edward Elgar Publishing Limited, UK, pag. 183.

6: Opzioni call che danno diritto di acquistare azioni di una un prezzo predeterminato (prezzo strike)

L'impresa emittente necessita di avere a fianco a sé una serie di consiglieri, indicati con il termine generico di advisor, i quali la assistono nell'intero processo, fornendole il know-how necessario. L'analisi verterà soprattutto sulla figura chiave dell'underwriter, il quale svolge il fondamentale ruolo di connettore tra l'impresa e la comunità finanziaria, ruolo principale ma non unico.

Con il termine di underwriter si suole normalmente indicare un istituto di credito, nello specifico una banca di investimento o più genericamente un consulente finanziario, che ha il compito di dirigere la delicata fase di piazzamento degli strumenti finanziari oggetto di prima emissione tra i differenti investitori, sia che essi siano di carattere istituzionale che retail. La sua presenza non è necessariamente obbligatoria, ma vivamente consigliata. Qualora l'impresa quotanda non disponesse del tutto delle conoscenze necessarie per procedere nella quotazione, diverrebbe necessario reperire dall'esterno il know how attraverso l'ingaggio di un soggetto preposto.

Ulteriore compito affidato all'underwriter è quello di predisporre un progetto che mostri la fattibilità dell'operazione, indicando, di concerto con l'emittente, fissando la quantità e tipologia di azioni che verranno emesse. In tal senso la scelta dell'underwriter si palesa di importanza strategica ed è bene che la relazione tra quest'ultimo e l'impresa quotanda sia impostata in modo attento e funzionale, sviluppando un rapporto improntato alla collaborazione. A tal proposito la selezione dell'underwriter deve considerare soggetti le cui doti ed abilità siano state già precedentemente testate attraverso IPO di successo.

Entrando più nel dettaglio, il processo che porta alla selezione dell'underwriter prende il nome tecnico di beauty contest o di bake-off. Tale procedura si concretizza nella possibilità, concessa a tutti i soggetti che vi vogliano partecipare, di redigere una presentazione formale del proprio profilo societario, nella quale enfatizzare i punti di forza.

Il compito principale, ma non unico, svolto dall'underwriter è quello di bookrunner. Nello specifico le banche di investimento che ricoprono normalmente svolgono una triplice funzione nel mercato primario:

- Anzitutto esse si muovono fin dal principio per predisporre l'intero processo di quotazione, sia in termini di redazione del prospetto informativo che di preparazione delle condizioni applicabili all'offerta;
- in secondo luogo, è previsto che la banca si faccia carico, nella fase di sottoscrizione, di alcuni (o della totalità) dei rischi collegati all'operazione di collocamento: quest'ultima costituisce infatti l'unità di misura per il successo dell'IPO.

- Infine, cruciale diviene anche la fase finale, quella di distribuzione dei titoli. Essa può concretizzarsi in un semplice adempimento degli ordini ricevuti o in una più attenta attività di marketing presso gli investitori. Ciò dimostra che la banca d'investimento coinvolta in qualità di lead underwriter deve possedere anche notevoli capacità commerciali ed un'ottima rete distributiva.

È ammesso che il bookrunner costituisca, qualora ne abbia bisogno, il cosiddetto consorzio di collocamento, anche conosciuto con il termine di sindacato: si tratta di un insieme di intermediari chiamati a supportare l'operato della key figure, appunto l'underwriter.

È unicamente responsabilità del lead underwriter, e non della totalità del consorzio, la formulazione, d'accordo con l'emittente, del prezzo finale di offerta, la gestione di particolari attività volte a propagandare l'emissione, l'attività di stabilizzazione del prezzo in fase post OPS e l'inclusione di altri intermediari, qualora ritenuti necessari, nella compagine del consorzio<sup>7</sup>. Dall'altro canto invece è attività core del sindacato, preso nella sua interezza, la massimizzazione del profitto derivante dall'operazione di OPS.

È possibile distinguere tra tre differenti tipologie di consorzio, le quali si differenziano sostanzialmente per il diverso grado di coinvolgimento degli intermediari nell'operazione di prima quotazione. In particolare, ci si può imbattere in<sup>8</sup>:

1. Consorzi di collocamento con acquisto a fermo delle azioni: Firm commitment syndicate. Si tratta della tipologia di consorzio in cui il rischio maggiore ricade proprio sugli intermediari che lo compongono, i quali sono i vincolati giuridicamente, a sottoscrivere/ acquistare le azioni direttamente dall'emittente/venditore al prezzo precedentemente pattuito. Sarà poi loro preoccupazione la successiva dismissione delle stesse presso il pubblico di investitori. Sostanzialmente viene così assicurata all'impresa (o ai suoi azionisti) la raccolta del capitale pattuita.

2. Consorzio di semplice collocamento (anche definito in inglese best effort syndicate) che, come evidenzia il termine stesso, rappresenta la modalità meno rischiosa per gli intermediari coinvolti. Essi stessi devono esclusivamente vendere i titoli per conto dell'emittente, ma non si vincolano all'acquisto degli stessi e alla loro successiva dismissione. In questa fattispecie il prezzo viene decretato dopo una negoziazione tra emittente ed underwriter. Gli intermediari vengono interpellati e retribuiti solo ed esclusivamente per la messa a disposizione della loro rete distributiva. Ciò implica che l'unico svantaggio che questi possono dover sopportare risiede nella mancata corresponsione della retribuzione qualora non siano stati in grado di collocare la totalità dei titoli e si deve procedere ritirando completamente l'offerta.

---

7:Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process", Puri e Manku, 1999, Journal of Financial Economics 54, 133-163:

3. Infine esiste un'ulteriore tipologia di forma ibrida in termini di rischio e responsabilità dell'intermediario. Questa si concretizza nella costituzione del cosiddetto consorzio di garanzia o strict underwriting. Qui il rischio di collocamento è sopportato in ultima istanza dagli intermediari del consorzio. Il meccanismo alla base di questo accordo contrattuale prevede che gli stessi siano chiamati ad acquistare/sottoscrivere le azioni solo ed esclusivamente per la parte residua dopo la normale attività di piazzamento.

Se questa viene condotta in maniera efficiente ed ineccepibile gli intermediari non avranno nulla di cui preoccuparsi, non essendo rimasto alcun titolo da acquistare obbligatoriamente.

Ulteriore rilevanza nell'intero processo è il ruolo dello sponsor. Con questo termine si è soliti indicare l'intermediario finanziario che, nominato direttamente dall'emittente, talvolta su suggerimento dell'underwriter, assiste lo stesso non solo durante la fase preparatoria dell'OPS, ma anche nel periodo iniziale di avvio ufficiale delle negoziazioni. Tra le sue attività core rientra l'attività di marketing: in talune situazioni ci si può infatti imbattere in OPS per cui è direttamente l'underwriter a sobbarcarsi questo compito, in altre può rendersi necessario nonché utile, farsi affiancare da un soggetto esterno che sia preposto a tale attività, appunto lo sponsor. Egli gioca un ruolo cardine, accompagnando l'emittente per un periodo relativamente lungo e non solo limitato alla predisposizione dell'operazione.

---

8: Mandelker, G., Raviv, A., 1977. Investment Banking: an Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts. *Journal of Finance*, 32 (3), 683-694. 25 dell'emittente [Allen (1991)]

## 1.3 La fase di pricing

Per concludere la nostra indagine sulle Offerte Pubbliche di Sottoscrizione analizziamo ora la fase di pricing. La scelta di procedere per questa via è dovuta a due fattori: rappresenta una delle fasi più delicate ed importanti per la buona riuscita dell'operazione, inoltre, è il trampolino per collegarsi al secondo capitolo e al sottoprezzo azionario.

La fase di pricing consiste, appunto, nella fissazione del prezzo delle azioni della società quotata che saranno offerte agli investitori. La decisione si protrae per tutta la durata del processo fino alla fase di redazione del bookbuilding, subito dopo la quale si ha un'idea

La decisione su quale debba essere il prezzo di offerta si protrae per tutto il processo di quotazione, a partire dalle prime valutazioni preliminari su quale possa essere il fair value della società, fino alla fase di bookbuilding, subito dopo la quale si ha un'idea sulla quantità di titoli richiesti dagli investitori istituzionali. Man mano che il momento della quotazione si avvicina e aumentano le informazioni, la forchetta di prezzo si restringe fino ad arrivare al prezzo finale.

Nella fase di determinazione del prezzo numerosi interessi contrastanti vengono a convergere, con il rischio di compromettere l'esito della quotazione. L'underwriter, protagonista di questa fase, deve accontentare diversi soggetti, portatori di interesse: investitori, impresa emittente, nonché la propria clientela.

Nonostante il bookrunner e emittente svolgano indagini accurate per la determinazione del prezzo spesso queste non si rivelano sufficienti a prevedere esattamente la reazione del mercato, considerando che le forze che lo governano non sono del tutto spiegabili. Inoltre, nel caso di prima quotazione molto spesso si sconta la mancanza di una storia pregressa e accreditata dell'azienda e del valore dei suoi titoli.

Il processo di prezzaggio può essere ricompreso in quattro fasi che lo descrivono:

- Valutazione svolta nel momento del pitch
- Valutazione svolta durante la due diligence
- Individuazione di un intervallo significativo di prezzo durante il pre-marketing
- Pricing

Nel momento del pitch, in cui il management fissa i primi incontri per la selezione del global coordinator, viene svolta una prima valutazione sul prezzo. Difatti, i candidati al ruolo di coordinator presentano una proposta contenente una prima valutazione della società e del prezzo delle azioni. Chiaramente tale valutazione

---

ha carattere estremamente indicativa in quanto manca ancora un'analisi che tenga conto dei piani industriali nonché della fase di due diligence.

È infatti nella fase di due diligence che l'intermediario preposto alla valutazione comincia a svolgere la sua analisi sul prezzo partendo da elementi più concreti: egli esaminerà il piano industriale e le scelte di business compiute dall'impresa, oltre che qualunque documento possa essergli utile per compiere la valutazione. Al termine di questa fase il valutatore fornisce una prima ipotesi di fair value, inteso come range di valori. Va sottolineato come tale analisi abbia il suo focus sui documenti interni all'azienda, senza ancora considerare la disponibilità a pagare degli acquirenti.

Tale elemento, mancante nella fase di due diligence, diviene centrale nella fase di pre-marketing, nella quale, come già accennato in precedenza, avvengono gli incontri con gli investitori istituzionali. Viene stabilito così, sulla base delle informazioni ottenute, un intervallo di prezzo più ristretto e preciso rispetto a quello delineato precedentemente, che sarà di riferimento nella fase di bookbuilding.

Durante la fase di bookbuilding la società riceve gli ordini formali dagli investitori istituzionali, indicando la quantità desiderata e il prezzo a cui sono disposti ad acquistare. Grazie a queste informazioni è possibile disegnare la curva di domanda al fine di fissarne il prezzo. La cifra scelta deve tener conto della necessità di allocare il numero di titoli richiesti e allo stesso tempo lasciare una parte di domanda insoddisfatta, in modo da sostenere l'interesse all'acquisto, supportando così l'andamento dei titoli nei primi giorni di contrattazione.

Durante questa fase l'intermediario preposto alla valutazione svolge una serie di attività al proprio interno. Tra queste rilevanti risultano attività di corporate finance che consiste nell'applicazione dei modelli finanziari necessari per svolgere una valutazione del prezzo in senso stretto, oltre che per la redazione della documentazione necessaria. Altra attività è quella di capital market che include nella valutazione di cui sopra le informazioni relative alle considerazioni del mercato; tali indicazioni saranno fondamentali nelle fasi di pre-marketing e bookbuilding. Nell'attività di research si attenzionano le stime relative alle prospettive del mercato di riferimento, al posizionamento dell'impresa e del suo business nello stesso, predisponendo così stime sull'andamento prospettico della società.

La società segue e coadiuva le attività dell'intermediario attraverso il suo top management e dell'area finanziaria e di pianificazione.

## 1.4 Conclusione

Il capitolo ci ha permesso di ottenere un'idea generale e globale del funzionamento del processo di quotazione, mediante un percorso di analisi che ne ha delineato le fasi principali, i soggetti centrali e di supporto, nonché la fase di pricing, considerata nel suo svolgimento.

Il capitolo ha esaminato le caratteristiche fondamentali delle Operazioni Pubbliche di Sottoscrizione, mettendo in luce, innanzitutto, quali sono le necessità prime che inducono una società a quotarsi in borsa.

Il senso di tale capitolo risiede nel successivo, nel quale verrà attenzionato il fenomeno dell'underpricing, e ne verranno analizzati i riflessi sull'intero significato del processo di quotazione. Dunque, comprendere e considerare il funzionamento di un'OPS sarà la base per comprendere il fenomeno dell'underpricing, e i riflessi sull'obiettivo perseguito dalla società emittente. Il sottoprezzo azionario, centrale in questo lavoro, verrà analizzato nei modelli e teorie che ne spiegano l'esistenza nonché gli effetti e i collegamenti rintracciabili con le variabili del processo di quotazione.

## Capitolo 2: Underpricing azionario

### 2.1 Definizione di underpricing e modelli di analisi

“L’underpricing è la perdita di capitale associata alla fissazione di un prezzo di offerta che risulta inferiore al prezzo al quale viene poi di fatto negoziato il titolo di nuova emissione nel periodo immediatamente successivo all’OPS. Il grado di underpricing ( $\mu$ ) può essere definito come il rapporto tra il prezzo del titolo ( $j$ ) alla fine del primo giorno di negoziazione e il prezzo di offerta ( $i$ )”<sup>1</sup>:

$$(1) \mu = P_j / P_i$$

Per calcolare la media del grado di underpricing in  $n$  OPS, si usa la seguente:

$$(1.1) \text{ Media } \mu = 1/n \sum P_j / P_i$$

Inoltre, per trovare la media dell’underpricing in un OPS, aggiustata tenendo in considerazione dell’andamento generale del mercato può usarsi la formula:

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

Dove:

$$M \mu (\text{medio}) = (P_j / P_i - P_{1m} / P_{0m})$$

In quest’ultima formula gli ultimi due fattori rappresentano rispettivamente il prezzo di chiusura dell’indice di mercato nel primo giorno di negoziazione delle nuove azioni e il prezzo di apertura dello stesso indice nello stesso giorno.<sup>2</sup>

Passiamo adesso ad approfondire modelli e teorie maggiormente accreditati dalla letteratura scientifica per spiegare il sottoprezzo. J. Welch e J. Ritter affermano che “Un semplice fondamentale errore di valutazione del titolo o dei premi ‘per il rischio di asset pricing, difficilmente sono adatti a spiegare un first day return medio del 18.8%.

---

1: [www.borsaitalian.it](http://www.borsaitalian.it)

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

Nel loro studio J. Welch e J.Ritter esaminano, infatti, 6249 differenti OPS fra il 1980 e il 2001, con il riscontro di un grado di underpricing medio del 18,8%. L'affermazione di cui sopra nasce dal presupposto che se l'underpricing fosse una compensazione per l'investitore che affronta il rischio e l'incertezza su un titolo nel giorno delle prime negoziazioni, tali problemi dovrebbero presentarsi anche il giorno successivo e l'investitore, a differenza di ciò che avviene, dovrebbe essere ricompensato allo stesso modo per i rischi assunti.

Prima di procedere con lo studio dei modelli che spiegano l'underpricing, è necessario individuare quali sono i soggetti che in maggiore parte subiscono una perdita di benessere associata al fenomeno in questione. Essi sono, secondo l'opinione maggiormente diffusa presso la letteratura inerente al tema, gli azionisti della società pre OPS che, incorrendo in un fenomeno di stock dilution, vedono il valore delle proprie azioni diminuire, quando nuove azioni vengono messe sul mercato. Questo può essere spiegato, in parte perlomeno, dalla incertezza presente nel periodo precedente all'OPS.

Inoltre, una perdita di benessere potrebbe verificarsi a causa della presenza di asimmetrie informative. Da un lato, la società emittente ha interesse affinché la qualità dei propri titoli risulti superiore a quella effettiva, tenendo per sé possibili informazioni negative che possono compromettere la sua credibilità dinnanzi agli investitori. Dall'altro, gli investitori possono essere a conoscenza di informazioni riguardanti fattori esterni all'azienda e decidere, o no, di divulgarli a causa del loro interesse all'ottenimento di un prezzo di offerta che risulti inferiore al valore delle azioni percepito dal mercato, in modo tale da potere ottenere, nel periodo immediatamente successivo all'IPO, un first day return positivo ed elevato.

Bisogna tener conto che né l'emittente né l'intermediario possono sapere precisamente quale sarà la valutazione del titolo da parte del mercato. Urge perciò considerare che, nella fissazione del prezzo di offerta da parte dell'intermediario, viene sempre prestata una certa cautela che è di fatto causata dal timore di stabilire un prezzo che possa risultare troppo elevato rispetto alla disponibilità a pagare degli investitori.

### 2.1.1 Il modello delle asimmetrie informative

Il primo modello che merita di essere vagliato è quello che collega il sottoprezzo azionario alle asimmetrie informative. A seconda di quale sia la parte che abbia a disposizione una maggiore mole di informazioni, si vengono a delineare situazioni differenti che sono in grado di influenzare il prezzo dei titoli emessi in misura e modalità diverse. Le due parti in questione sono la società emittente e il pubblico degli investitori. Se la prima delle due parti è quella che risulta in posizione di vantaggio informativo, allora gli investitori si trovano di fronte ad un problema simile a quello descritto da Akerlof nel cosiddetto “market of lemons”.

Ciò che nella pratica si viene a verificare è che, gli emittenti con titoli qualitativamente al di sotto della media, saranno incentivati ad offrire i propri titoli sul mercato, ad un prezzo superiore a quello del valore potenziale, sfruttando la propria posizione di vantaggio informativo rispetto agli investitori (che, per i mezzi limitati a loro disposizione, non sono in grado di accertarsi della qualità dei titoli offerti).

D'altro canto, gli investitori incentiveranno l'incremento di titoli di qualità inferiore, poiché, proprio per il loro inferiore livello informativo, saranno disposti pagare un prezzo che risulti essere quello che loro reputano attribuibile ad un titolo di qualità media. Gli emittenti di titoli superiori al livello medio, sotto un profilo qualitativo, adottano, per scoraggiare il meccanismo sopra menzionato, la strategia di diminuire i loro prezzi per segnalare la loro qualità, in quanto gli emittenti titoli di basso livello qualitativo saranno scoraggiati ad imitarli. In questo modo, con il tempo gli emittenti titoli qualitativamente migliori recupereranno il loro investimento tramite successive manovre di mercato come, ad esempio, future emissioni di titoli

In questo senso la scelta di sotto-prezzare i titoli rappresenta anzitutto un elemento segnaletico, con cui l'impresa vuole segnalare la qualità dei propri titoli agli investitori “lasciando i soldi sul tavolo”. Inoltre, l'impresa, mediante questa strategia, vuole soddisfare i propri investitori e attrarne di nuovi

Il secondo caso contemplato nel contesto delle asimmetrie informative è quello nel quale sono gli investitori ad essere più informati degli emittenti. In questo caso gli investitori avendo, ad esempio, disponibilità di informazioni, positive o negative, relative al contesto esterno in cui l'impresa emittente agisce (riguardo all'ambiente istituzionali o alla posizione concorrenziale sul mercato di riferimento della società), non le rendano pubbliche, o viceversa, beneficiarne sotto forma di un prezzo di offerta del titolo inferiore (che non incorpora quindi le informazioni possedute dagli investitori).

Un altro caso che può spiegare il fenomeno è, qualora l'emittente non conosca la disponibilità a pagare degli investitori, il fatto che fissi un prezzo di offerta più basso rispetto al valore del titolo per evitare perdite di benessere derivanti dalla mancata sottoscrizione di una parte dei titoli. Ciò è conseguenza dell'influenza che gli investitori hanno l'uno sull'altro e dal rapporto di interdipendenza che li lega. Prezzare un titolo anche di poco superiore alla generale disponibilità a pagare può causare, infatti, una cosiddetta "cascata informativa". Uno strumento utilizzato dagli emittenti per evitare il verificarsi di un'esternalità del genere, consiste nel cosiddetto bookbuilding, nel quale viene fissato un range di prezzo per la sottoscrizione del titolo e, successivamente, vengono raccolte informazioni riguardo le possibilità di collocamento del titolo a seconda dei possibili prezzi di offerta all'interno di quel range. Si va così a sondare l'animo degli investitori per ridurre il più possibile questo genere di asimmetria. Per rivelare le loro preferenze, però, gli investitori chiedono di essere compensati. Di conseguenza, deve essere fissata la combinazione di prezzo di offerta/underpricing tale da indurre gli investitori a rivelare le loro effettive disponibilità a pagare. Corollario di questa teoria è che il compenso ceduto agli investitori per indurli a rivelare informazioni positive deve essere superiore rispetto a quello concesso per rivelare informazioni negative.

Ciò implica che quando il prezzo di offerta viene aumentato in seguito alla tecnica del bookbuilding, l'informazione che se ne deriva è che l'underpricing risulta essere maggiore di quando il prezzo viene diminuito.

L'avverarsi di questo effetto presuppone alla base l'esistenza di curve di domanda inclinate positivamente.

Quando, infatti, il prezzo di offerta viene aggiustato in aumento a seguito di nuove informazioni, gli investitori percepiranno che il grado di underpricing dell'IPO sarà aumentato e, di conseguenza, saranno spinti ad incrementare la loro domanda di titoli. In ogni caso, in contesti di asimmetria informativa è possibile notare una correlazione positiva tra il grado di asimmetria e l'entità del sottoprezzo.

Un'altra teoria che si propone di spiegare l'underpricing nelle OPS è quella della c.d. "maledizione del vincitore" (winner's curse).

La maledizione del vincitore consiste in un eccesso di domanda che comporta un'allocatione dei titoli di un'OPS sfavorevole per gli investitori meno informati, cui non verranno assegnate tutte le azioni desiderate. In base alla suddetta teoria gli investitori. possono essere divisi in due gruppi in base al livello di informazione posseduto.

La prima categoria di investitori, ossia quelli meno informati, non sarà in grado di distinguere fra OPS in cui l'underpricing rappresenta la possibilità di ottenere un guadagno effettivo e quelle in cui questa possibilità non sussiste. I componenti di tale categoria domanderanno un certo numero di titoli ad ogni emissione senza essere coscienti delle reali probabilità di guadagno che da essa ne può derivare. D'altro canto, gli investitori meglio informati domanderanno e otterranno azioni solo quando sanno che si formerà l'underpricing in un'OPS, e l'eccesso di domanda (che causerà per gli investitori meno informati un accesso a un numero inferiore di azioni), sarà tanto più consistente quanto più elevato sarà il grado dello stesso.

Gli investitori meno informati saranno soggetti a selezione avversa, in quanto saranno in grado di acquistare tutte le azioni che desiderano in un'IPO solo quando i titoli di questa saranno prezzati correttamente, ossia in modo a loro sfavorevole. Di conseguenza, a questi investitori verranno allocate solo poche azioni delle emissioni che consentono una fetta di guadagno.

Per essere il più concreti possibile bisogna rilevare che gli investitori meno informati avranno diritto a una quota non residuale delle azioni emesse solo quando coloro che godono di un vantaggio informativo non le reputano sufficientemente convenienti

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

Una causa giudiziaria infatti può comportare potenzialmente un costo elevato per una società e un'OPS può comportare dei rischi in campo legale. In questo senso l'underpricing viene a volte visto come un modo per, quanto meno, di diminuirne l'entità. Tuttavia, questa teoria viene però applicata con particolare riferimento al mercato degli Stati Uniti d'America e legata a normative settoriali poste in essere dal regolatore americano. Si è dimostrato invece come tale correlazione non sia rintracciabile in altri paesi.

## 2.1.2 La struttura delle compensazioni del management

Alcune teorie ricollegano l'esistenza del fenomeno dell'underpricing alla struttura delle compensazioni dei top managers delle società.

In particolare, alla presenza di stock options come parte della compensazione, viene ricollegato un maggior grado di underpricing. Nel contesto delle OPS, vengono in alcuni casi offerte ai top manager delle stock options: opzioni call che presentano la caratteristica peculiare di avere un prezzo di esercizio uguale al prezzo di offerta del nuovo titolo.

Ciò comporta che, nel momento in cui l'OPS risulti avere un alto grado di underpricing, il guadagno derivante dall'esercizio di queste opzioni risulterebbe consistente.<sup>2</sup>

Uno studio recente mostra come l'underpricing abbia una correlazione di segno positivo rispetto al numero di opzioni offerte ai dipendenti della società e loro familiari sulle azioni di nuova emissione. Questa teoria viene però smentita in uno studio condotto da Lowry e Murphy (2007) nel quale viene illustrato che l'ipotesi di un'influenza manageriale sul prezzo di offerta risulta in questo caso debole alla luce di due fatti:

- nello studio condotto da Ljungqvist and Wilhelm gli impiegati cui le azioni venivano date in opzione non avrebbero avuto possibilità di influenzarne il prezzo a causa del loro scarso potere all'interno della società.
- anche considerando il caso in cui le opzioni vengano offerte ai CEOs (Chief Executive Officers), non si trova una correlazione positiva tra il grado di underpricing e le opzioni offerte ai top managers della società.

---

2: "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements", David Yermack, The Journal of Finance, volume 52, Issue 2 (Jun., 1997), 449-476

## 2.2 Struttura proprietaria, OPS e underpricing

Dopo avere visto diversi modelli di analisi che ci permettono di inquadrare il fenomeno dell'underpricing all'interno del suo quadro teorico, passiamo adesso a considerare il fenomeno della diluizione azionaria, che al pari del sottoprezzo azionario, rappresenta un costo consistente per i precedenti shareholders in termini di valore delle proprie azioni. Bisogna infatti tener conto che il valore delle azioni viene espresso come quota del capitale sociale, e dunque a seguito del processo di quotazione il loro valore muta a seconda delle azioni offerte, o nella fase di OPS o tra quelle preesistenti.

Barry sviluppa un modello matematico per calcolare la perdita di benessere collegata all'IPO dal punto di vista dell'emittente, che viene espressa relativamente alle azioni preesistenti in termini di "diluizione" del valore delle stesse:

$$(2.1) P^{\text{unr}} = \frac{(S_0 + S_n) * P_m - S_n * P_0}{S_0}$$

$P^{\text{unr}}$  = valore delle azioni pre-OPS

$P_0$  = prezzo di offerta delle azioni

$P_m$  = prezzo delle azioni post-OPS

$S_0$  = numero di azioni preesistenti all'OPS che

$S_n$  = nuove azioni offerte

partecipano all'offerta

E da qui la diluizione si trova come:

$$(2.2) P^{\text{unr}} = P_m + \frac{S_n}{S_0} * (P_m - P_0)$$

La formula mette in evidenza come se il prezzo post OPS e quello di offerta coincidessero, il valore delle azioni  $P^{\text{unr}}$  sarebbe uguale al prezzo di mercato post-OPS. In questo caso la diluizione del valore delle azioni sarebbe uguale a zero, non si genera quindi alcuna perdita per l'impresa emittente. Questa conclusione risulta di particolare rilevanza, in quanto evidenzia come l'emittente, oltre alla perdita che subisce sulle azioni di nuova emissione a causa dell'underpricing, subisce un'ulteriore riduzione del valore delle azioni che già teneva in portafoglio per la "diluizione".

La riflessione che ha aperto questo paragrafo è di grande rilevanza nello studio dell'underpricing, in quanto l'influenza che l'emittente può esercitare sul livello di underpricing e su come questo possa essere più, o meno, consistente a seconda degli obiettivi che l'emittente si prefigge di perseguire con l'azione di going public, non necessariamente rappresenta una priorità per l'impresa emittente. Bisogna, infatti, tenere presente che in, alcuni casi, la minimizzazione dei costi derivanti dal sottoprezzo azionario non risulta essere tra le priorità dei soci di controllo di una società.

Essi potranno aspirare ad investire parte delle risorse necessarie per ridurre l'underpricing per altri obiettivi. Tramite l'OPS possono puntare a rafforzare una posizione di controllo o, alternativamente o congiuntamente, rendere il proprio titolo più appetibile sul mercato dei capitali creando un mercato secondario liquido e, quindi rendendo meno rischioso l'investimento nella società, rendendo il titolo più semplice da smobilizzare dello stesso, con conseguente diminuzione dei costi di finanziamento.

Un primo modello efficace per descrivere questa situazione è stato presentato da Booth e Chua del 1996, che lega la volontà dell'emittente di ottenere una posizione di controllo in seguito ad OPS, attraverso un'azione di polverizzazione dell'azionariato attuata mediante una politica che favorisce un maggiore grado di underpricing. Attraverso tale azione l'impresa emittente crea un mercato secondario liquido per il titolo prossimo alla quotazione

Dati a supporto di questa tesi sono forniti, per l'appunto, nello studio sopra citato. Innanzitutto, viene presupposto un mercato in cui l'emittente ha come obiettivo la massimizzazione dei profitti a seconda della struttura proprietaria che si è posto come target. È chiaro che il trade off che da qui ne può scaturire nel caso in cui, ad esempio, si voglia raggiungere una posizione di controllo tramite il frazionamento, o, in alcuni casi, la polverizzazione, dell'azionariato. Un aumento del grado di underpricing comporta, infatti, un aumento della domanda dei titoli, a causa del maggiore guadagno che viene permesso di conseguire all'investitore vendendo successivamente il titolo sul mercato se . La possibilità di raggiungere il grado di dispersione dell'azionariato desiderato al contempo, comporta un costo maggiore che l'emittente, che lo dovrà sopportare, in termini, come si è visto, di "diluizione" delle azioni preesistenti e mancata massimizzazione dei ricavi di vendita delle nuove azioni emesse

. Lo studio di cui sopra postula il legame tra grado di underpricing prescelto dalla società emittente a due variabili: il livello di dispersione dell'azionariato e il conseguente livello di liquidità che si vuole ottenere per il titolo sul mercato secondario. Entrambe tali variabili sono a loro volta influenzate dal livello di underpricing

Il meccanismo con il quale l'emittente si assicura il livello di dispersione dell'azionariato e di liquidità prescelto è semplice: consiste nella scelta da parte dell'intermediario finanziario incaricato della sottoscrizione di un prezzo di offerta tale da compensare gli investitori per i costi di informazione sostenuti per partecipare all'OPS (comprendendo in tali costi anche quelli derivanti dal "book building") e per creare l'eccesso di domanda tale che permetta all'emittente di realizzare il proprio obiettivo.

Questo eccesso di domanda è ottimale quando i vantaggi derivanti dall'incremento del livello di liquidità che ne deriva, e che viene incorporata come criterio di valutazione del titolo da parte degli investitori, risultano uguali all'incremento del costo di informazione degli investitori, cui l'emittente deve fare fronte tramite l'underpricing. In base a quanto è stato esposto precedentemente, per portare gli investitori a rivelare le proprie preferenze l'emittente è costretto a compensarli. Il compenso che viene offerto agli investitori risulta essere un maggiore guadagno sul titolo, realizzato tramite la concessione di un più accentuato livello di sottoprezzo.

Il modello, partendo dalla struttura delle informazioni intesa nel senso di struttura dei costi che vanno sostenuti dall'emittente in termini di disclosure e dagli investitori per appropriarsene, per dimostrare come il livello di equilibrio dell'underpricing sia funzione della dispersione dell'azionariato che rientra negli obiettivi dell'issuer e del conseguente livello di liquidità

Il modello illustra quindi come un livello ottimale di underpricing si raggiunga quando l'emittente massimizza i propri ricavi. Questa conclusione viene fuori dall'assunto che il prezzo finale a cui sarà offerto il titolo sarà uguale alla stima del valore della società da parte del sottoscrittore meno i costi di informazione sostenuti dalla totalità degli investitori potenziali dell'OPS. Gli investitori dovranno infatti essere compensati dei costi informativi sostenuti per partecipare all'OPS.

---

Al livello di eccesso di domanda (misurato dal numero di investitori potenziali) ottimale, la distanza tra le due funzioni è massima, cioè quando le derivate prime delle funzioni sono uguali, e i profitti saranno massimizzati. Un'importante implicazione del modello è che l'underpricing sarà negativamente correlato alla possibilità per gli investitori di vedersi aggiudicata un'azione. Questo poiché una probabilità alta di vedersi aggiudicata un'azione implica, ad esempio, che pochi investitori abbiano sostenuto i costi e, dato che la funzione di costo cresce ad un tasso crescente, ciò implica a sua volta che siano incorsi in costi di informazione solo gli investitori con il costo di accesso all'informazione più basso. Dall'altro lato significa che quando si vuole creare un eccesso di domanda per disperdere l'azionariato, bisognerà sollecitare a sostenere i costi di informazione anche gli investitori con i costi più alti e, quindi, offrire un livello di underpricing elevato.

Nel momento in cui l'obiettivo dell'emittente non sia la massimizzazione dei ricavi derivanti dall'IPO ma sia il rafforzamento di una posizione di controllo, l'emittente tenderà ad allontanarsi dal punto in cui il livello di eccesso di domanda è ottimale, spostandosi verso destra, dove la distanza fra la curva del valore della società e quella dei costi di informazione si riduce a causa, per l'appunto, dell'aumento del livello di underpricing. L'ipotesi di fondo dello studio è lo sforzo, da parte dei manager della società o dei soci di controllo, volto al mantenimento o rafforzamento della propria posizione di controllo tramite la creazione di eccesso di domanda, al fine di evitare delle scalate che potrebbero prendere luogo durante un'IPO in cui la domanda per il titolo dovesse risultare non sufficientemente elevata.

Abbiamo dunque constatato che l'OPS è uno step cruciale nella vita di un'impresa. A fronte di quanto esposto in questo capitolo e nei precedenti è possibile andare ad analizzare l'evoluzione del management della società e lo sviluppo dei rapporti tra proprietà e controllo. Le tabelle 1 e 2 documentano il cambiamento della ownership a seguito della quotazione della società, sui dati di 43 imprese.

Tabella 1:

---

	Mean	Q1	Median	Q3	Maximum
<b>Panel A: Share ownership prior to the IPO</b>					
Shares owned by directors	41.97	6.20	23.99	78.85	100.00
Shares owned by others	58.03	21.62	75.99	93.92	100.00
Total	100.00				
<b>Panel B: Shares sold in the IPO</b>					
New issues by company	28.39	7.18	17.81	33.41	233.33
Shares sold by directors	6.67	0.00	1.88	9.79	40.00
Shares sold by others	17.29	0.00	3.50	23.41	100.00
Total sales in IPO:	52.35				
<b>Panel C: Share ownership after the IPO</b>					
Shares owned by directors	35.30	5.53	20.13	65.92	100.00
Shares owned by other old shareholders	40.74	7.53	41.00	76.33	100.00
Shares owned by new shareholders	52.35	33.53	42.81	53.97	233.33
Total shares outstanding	128.39				

“Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK”, *Journal of Financial Economics* 45 (1997), pp. 406-407. Nella tabella sono state prese in esame 43 imprese quotate tra il 1986 e 1989.

La tabella numero 1 ci mostra che prima dell’OPS erano i directors a detenere mediamente circa il 42% della proprietà, la restante parte era controllata da investitori istituzionali e privati. Le azioni dismesse in fase di OPS erano circa il 52,4% di quelle preesistenti, di cui: il 28,4% consisteva in azioni di nuova emissione, il 6,7% azioni vendute dai directors e il restante 17,3% azioni vendute da altri investitori pre-IPO. Difatti a fronte di un aumento delle azioni del 28,4% rispetto a quelle preesistenti la quotazione, i nuovi shareholders son riusciti ad ottenere il 52,4% della società e la restante parte è stata divisa tra i directors e gli altri investitori. (Circa i 3/4 delle vendite effettuate dagli investitori antecedenti l’IPO venivano effettuate dai nondirectors).

La tabella 2 descrive invece l’evoluzione della proprietà a seguito dell’IPO.

Gli azionisti della società sono stati divisi in: *directors*, *vendors* (investitori privati che sono tipicamente, come accennato prima, familiari dei *directors*) ed *others investors* (ovvero investitori istituzionali come, ad esempio, venture capital).

La tabella mostra come la proprietà detenuta dai *directors* a seguito dell'OPS si sia ridotta di circa un terzo, passando dal 42% prima della quotazione al 29%. Nella quota dei *vendors* è quasi del tutto scomparsa crollando dal 43,6% iniziale a meno del 3%. (è stato rilevato come nelle IPO, in media, i *vendors* vendano circa il 36% delle loro azioni). Gli altri investitori hanno invece registrato una variazione inferiore rispetto alle precedenti due categorie.

Tabella 2

Type of investor	Pre-IPO	Post-IPO	Shareholdings in:	
			1990	1993
Directors	41.97 (43)	35.30 (43)	27.89 (30)	28.89 (40)
Vendors	43.60 (43)	27.94 (43)	10.12 (35)	2.95 (38)
Others	14.43 (43)	12.79 (43)	0.96 (31)	4.73 (36)

“Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK”, *Journal of Financial Economics* 45 (1997), pp. 406-407. Nella tabella sono state prese in esame 43 imprese quotate tra il 1986 e 1989.

## 2.3 Underpricing e conflitto tra intermediario ed emittente

Un caso interessante che si inserisce nel contesto descritto in precedenza è quello del conflitto di interesse che si crea tra intermediario sottoscrittore e gli shareholders della società nel periodo antecedente all'offerta. Un prima prospettiva con cui si può approcciare al fenomeno riguarda l'underpricing. Il costo derivante dal sottoprezzo azionario ricade principalmente sugli azionisti che, nella fase di quotazione, scelgono di vendere le proprie azioni. Ciò avviene a causa della diluizione da cui sono colpiti, e su cui si approfondirà in seguito, e che non ritrova compensazione in altri guadagni. Al contrario gli azionisti che sceglieranno di non vendere vedranno aumentare il valore delle proprie azioni in misura uguale al first day return, cioè di un valore pari all'underpricing.

Per gli intermediari risulta molto comodo lasciar cadere il peso del sottoprezzo azionario sugli shareholders. Questo è dovuto al fatto che coloro che avranno scelto di vendere non avranno più alcun peso nelle decisioni societarie, comprese quelle che riguardano la conferma o il coinvolgimento dell'intermediario. D'altro canto chi rimane all'interno della compagine societaria spesso si ritiene soddisfatto del risultato ottenuto.

L'intermediario dal canto suo subisce a causa dell'underpricing in quanto si riduce la commissione a seguito della riduzione del margine lordo dei ricavi di vendita delle azioni sul quale la percentuale che genera la commissione viene calcolata.

Tuttavia bisogna considerare una serie di costi che, per merito di un aumento del grado di underpricing, l'intermediario non deve sopportare.

Innanzitutto vanno considerati i costi collegati alle attività di marketing che sono ridotti poiché, grazie ad una diminuzione del prezzo, si ottiene un aumento della domanda. All'intermediario converrà, in sintesi, diminuire il prezzo di offerta finché la perdita associata alla riduzione della commissione non sia uguale al beneficio ottenuto dalla riduzione dei costi di marketing dell'offerta.

Altro vantaggio per l'intermediario può derivare dal rapporto che si instaura con gli investitori istituzionali, clienti dell'intermediario stesso. Ciò dipende dal livello di underpricing: tanto maggiore sarà il grado di sottoprezzo maggiormente soddisfatti saranno gli investitori, che saranno così più predisposti a rivolgersi all'intermediario per altri servizi o altre quotazioni successive.

Per l'intermediario esiste inoltre la possibilità di aumentare il margine lordo sui ricavi attraverso un'operazione di over-allotment, collocando una percentuale di titoli superiori a quelli inizialmente previsti per l'offerta. Tale operazione è favorita dall'eccesso di domanda causato dall'underpricing.

Bisogna però considerare che i benefici e le opportunità elencate per l'intermediario non sono sufficienti a spiegare la scelta, effettuata nella maggior parte dei casi di lasciare un ritorno positivo agli investitori per mezzo del sottoprezzo.

Questa considerazione è dovuta al fatto che gli intermediari beneficiano più di un aumento di 1 euro nelle commissioni dirette che non di 1 euro del prezzo di offerta.

Ciò induce a ritenere che deve esistere una forma di guadagno che giustifica la suddetta decisione. Questo fenomeno può essere spiegato considerando che gli intermediari sono in grado di ottenere maggiori ricavi da fonti meno trasparenti rispetto al margine lordo.

Le considerazioni appena svolte rendono chiara l'esistenza di un conflitto tra gli interessi degli intermediari, che traggono vantaggio dalla fissazione di un prezzo più basso, e gli shareholders della società emittente, che hanno interesse al fatto che il prezzo di offerta sia più elevato per evitare di incorrere nelle perdite relative alla diluizione.

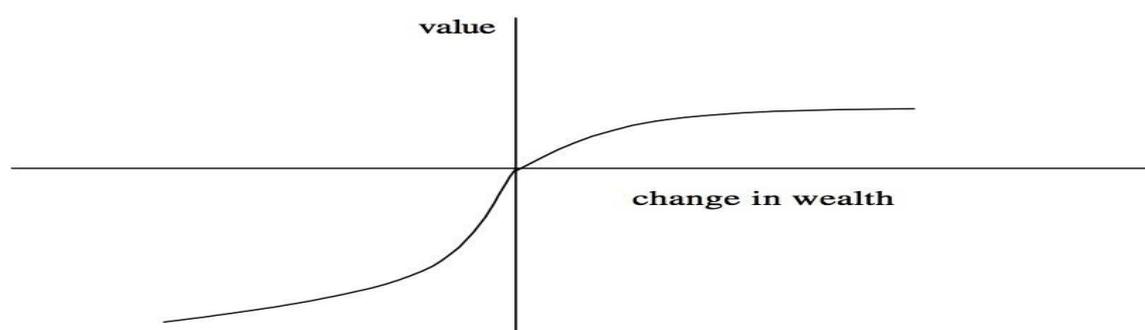
Abbiamo già detto come per l'intermediario l'underpricing rappresenti un modo conveniente ed efficiente perché l'emittente sopporti un costo maggiore per l'offerta. Bisogna inoltre considerare che per l'assegnazione dei titoli gli investitori possano mettere in atto comportamenti per aumentare le proprie possibilità di ricevere i titoli. Ad esempio, gli investitori potrebbero decidere di usufruire di altri servizi dall'intermediario.

Questo meccanismo di scambio permette quindi all'intermediario di appropriarsi di una parte dell'underpricing che egli stesso decide, tramite la fissazione del prezzo di offerta, per i titoli. Anche se questa parte risultasse molto piccola rispetto al totale del denaro, l'intermediario riesce comunque ad avere un guadagno molto maggiore di quanto non sarebbe stato quello derivante dalle commissioni sul margine dei ricavi della sottoscrizione dei titoli.

Ulteriore elemento di analisi da considerare riguarda il fatto che il sottoprezzo azionario venga visto come un costo di categoria inferiore in confronto alle commissioni pagate sul margine lordo, tenendo comunque conto degli interessi delle rispettive parti, intermediario ed emittente, di fissare un prezzo rispettivamente più basso e più alto, per coglierne i vantaggi che ne derivano.

Il conflitto di interessi appena proposto viene risolto ricorrendo alla cosiddetta "Prospect Theory" secondo la quale l'underpricing risulta rilevante per gli shareholders esistenti solo nella misura in cui comporta un peggioramento del loro benessere.

Tale modello matematico prevede l'esistenza di una funzione concava per i guadagni e convessa per le perdite. Ciò significa che la funzione risulta essere più ripida per piccole perdite che per piccoli guadagni, evidenziando come gli emittenti siano avversi al rischio per quanto riguarda i guadagni e propensi al rischio per quanto riguarda le perdite. Viene qui riportata il grafico a cui sfa riferimento.



Ulteriore prospettiva in merito al conflitto sino ad ora analizzato è quella che sposta il conflitto tra *outsider* e *insider*. I soggetti interessati sono shareholders e venture capitalists, nel caso degli insiders, e l'intermediario, come outsider. Tale teoria trova il suo fondamento su un disallineamento negli orizzonti temporali considerati dalle parti.

La loro multiple agency theory si basa su un conflitto many-to-many, viene spiegata attraverso la differenza tra gli obiettivi di breve termine per l'intermediario sottoscrittore, già discussi in precedenza e legati alle procedure di overallocation, di riduzioni dei costi, contrapposti ad obiettivi di lungo termine degli insiders.

La teoria prende in considerazione anche come vi siano conflitti di interesse pure tra gli insiders.

I venture capitalist, ossia coloro che forniscono capitale di rischio per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività in settori ad elevato potenziale di sviluppo, prendono decisioni in correlazione al fondo di cui fanno parte. Gli shareholders al contrario prendono le loro decisioni puntando alla massimizzazione dei ricavi derivanti dall'OPS.

Il conflitto delineato viene ad essere ridotto dalle capacità di controllo degli insiders sull'operato dell'outsider. In caso contrario, la differenza negli orizzonti temporali e i conseguenti conflitti di interessi sarebbero scarsamente intaccati dai tentativi di monitoraggio degli insiders.

## 2.4 Conclusione

Nel capitolo sono state esposti i principali modelli e studi che esaminano l'underpricing dal punto di vista dell'emittente e della struttura di governance della società. Per quanto riguarda il punto di vista della struttura proprietaria si è visto come, secondo gli obiettivi perseguiti dall'emittente, il grado di underpricing sia più o meno accentuato. Inoltre si è considerato anche come il grado di underpricing si possa collegare alla struttura degli incentivi nei confronti del management, nonché ai conflitti di interesse che intercorrono tra emittenti e sottoscrittori, spiegati nell'ottica del fenomeno del sottoprezzo azionario.

Con la conclusione di questo capitolo si apre uno studio sulla società LinkedIn; tale studio permetterà di confrontare i risultati teorici esposti nei due capitoli con un caso pratico, verificando quanto detto nell'analisi del fenomeno dell'underpricing e dell'intero processo di quotazione.

## 3 LinkedIn

### 3.1 La storia di LinkedIn

Quest'anno LinkedIn compie quindici anni, nei quali è riuscito a crearsi una rete che conta 562 milioni di utenti in tutto il mondo. Il network professionale più esteso in assoluto, che non solo si è espanso in maniera notevole, ma ha anche vissuto l'evoluzione del mondo del lavoro che si è verificata nel nuovo millennio.

LinkedIn è una delle piattaforme social più vecchie tra quelle presenti sul web, potendo vantare una storia più lunga delle piattaforme che oggi dominano internet. È il social network più diffuso al mondo e permette di condividere interessi, video e foto tra gli utenti iscritti.

Le origini di LinkedIn risalgono al 2002 anche se il sito verrà lanciato successivamente sul web, il 5 maggio del 2003. L'ideatore di questa particolare piattaforma è Reid Hoffman, che aveva già avuto precedenti esperienze nei consigli di amministrazione di Google, PayPal, eBay e Apple, dove ha potuto apprendere i meccanismi e conoscenze necessarie per sperimentare, con successo, la sua piattaforma. L'idea alla base di tutto consiste in progetto che riesca a mettere in contatto lavoratori ed aziende.

Nonostante le difficoltà iniziali dovute ad un numero di iscritti decisamente esiguo, circa 4500 membri iscritti, alla fine del 2003 arriva un investimento di quattro milioni e settecento mila dollari da parte di Sequoia Capital.

Così già nel 2004 arrivano le prime modifiche sostanziali che permetteranno alla società di raggiungere il milione di iscritti. Il principale cambiamento riguarda la possibilità di caricare una rubrica personale per invitare amici e colleghi ad utilizzare LinkedIn. Ciò permette la nascita dei primi gruppi: luoghi virtuali che permettono la condivisione di file e materiale multimediale. Tutto questo è solo l'inizio.

Non bisogna infatti dimenticare che il principale obiettivo di LinkedIn è quello di mettere in contatto aziende e lavoratori di tutto il mondo.

Nel 2005 vengono introdotti i primi servizi premium, introducendo così il meccanismo dell'abbonamento e dei servizi a pagamento, per aiutare e facilitare le imprese nella ricerca dei profili di cui necessitano. Tale innovazione vale il raggiungimento di quattro milioni di utenti iscritti.

Il 2006 è l'anno che segna la svolta del social network. Per la prima volta la società genera un profitto dall'attività. Inoltre in questo periodo vengono introdotti i profili pubblici di ogni utente e introdotta la funzione "persone che potresti conoscere", che permette di aumentare i contatti e di conseguenza di ottenere maggiore visibilità, migliorando dunque la possibilità di trovare lavoro.

Ben presto LinkedIn diventa il social più utilizzato per la ricerca di personale nella zona della **Silicon Valley** e il numero di utenti iscritti inizia ad aumentare esponenzialmente superando i 15 milioni nel 2007.

È questo il momento in cui il fondatore, Reid Hoffman, lascia le redini dell'azienda a Dan Nye, che ben presto si scopre essere una manager poco amato dai dipendenti e che dopo soli 2 anni di mandato, lascia il ruolo di CEO affidandolo nuovamente alle più sapienti mani di Hoffman.

Nel 2008 LinkedIn è una piattaforma di riferimento a livello globale: raccoglie nuovi finanziamenti per oltre 100 milioni di dollari, viene inaugurato il primo ufficio internazionale a Londra e rilasciate nel web le nuove versioni in lingua francese e spagnola.

In questo momento storico della vita della società viene introdotta la figura di Jeff Weiner, proveniente da Yahoo e al quale viene affidato prima il ruolo di presidente e successivamente quello di CEO in LinkedIn.

Nel 2010 gli utenti iscritti sono più di 90 milioni, viene aperto il secondo ufficio internazionale a Dublino. È il momento per LinkedIn di affrontare una nuova sfida caratterizzata dall'ingresso nella borsa di New York e l'apertura di diversi uffici in tutto il mondo con oltre 1000 dipendenti.

Nel momento precedente alla quotazione LinkedIn vanta un giro d'affari che è in continua crescita. Dalla documentazione necessaria per la quotazione (disclosure) si apprende che LinkedIn, nei primi nove mesi del 2010, ha registrato un utile netto di 1,85 milioni dollari, contro una perdita di 3,38 milioni di un anno prima. I ricavi sono saliti a 161,4 milioni di dollari, più del doppio rispetto agli 80 anni dello stesso periodo dello scorso anno e dei 120 archiviati nell'intero 2009 (nel 2007 i ricavi stazionavano a quota 37 milioni). I dati evidenziano anche un'evoluzione del business verso le offerte di lavoro. Il 27% dei ricavi origina dalle iscrizioni (era il 41% un anno fa), il 41% dagli annunci di lavoro (era il 29% un anno fa) e il 32% (stabile) dalla pubblicità.

Le azioni partite da un prezzo di collocamento di 45 dollari per azione e subito arrivate a 90 dollari, hanno poi continuato la cavalcata, arrivando fino a 122,7 dollari per chiudere a quota 94,25, di fatto raddoppiando il valore: la società capitalizza nove miliardi di dollari, 24 volte i ricavi annualizzati del primo trimestre dell'anno. Un incremento ben superiore, quindi, al 30% segnato all'inizio di maggio dello stesso anno dalla prima rete sociale online quotata a New York.

Il consorzio che si è occupato di gestire e supportare la fase di quotazione dell'azienda è stato guidato da Morgan Stanley, coadiuvata da Merrill Lynch, Allen & Company and UBS Securities.

Lo stock azionario del social network LinkedIn registra un aumento del 90% sopra il prezzo dell'OPS, in fase di contrattazione. Ciò significa che i sottoscrittori di LinkedIn, Morgan Stanley, Bank of America, e altri, hanno sottratto alla società e i suoi azionisti la somma di ben 175 milioni di dollari.

Sotto-prezzando il titolo, Morgan e Bank Of America hanno donato ai loro migliori clienti istituzionali almeno \$ 175 milioni. E quel denaro è uscito dalle tasche di LinkedIn e dalle tasche degli azionisti di LinkedIn che hanno venduto, in tutto o in parte, le proprie azioni.

Il consorzio di collocamento tuttavia ha svolto un lavoro di grande valore per la società, il che è dimostrato dal valore raggiunto dalle azioni nella fase di contrattazione. Inoltre, come si è già esaminato in precedenza, i sottoscrittori cercano sempre di sottovalutare le offerte nella fase di OPS. In questo caso il ruolo dell'underpricing è stato innanzi tutto quello di superare agilmente il fattore winner's curse; il che è dimostrato dall'entusiasmo degli investitori stessi, venuto fuori poi in fase di contrattazione dei titoli sul mercato secondario e riflettendosi di conseguenza sul prezzo dei titoli. Inoltre la scelta di sottoprezzare i titoli si è rivelata il presupposto per mantenere intatta la compagine sociale principale della società, nel momento in cui è stato possibile per gli azionisti di maggioranza conservare le loro quote.

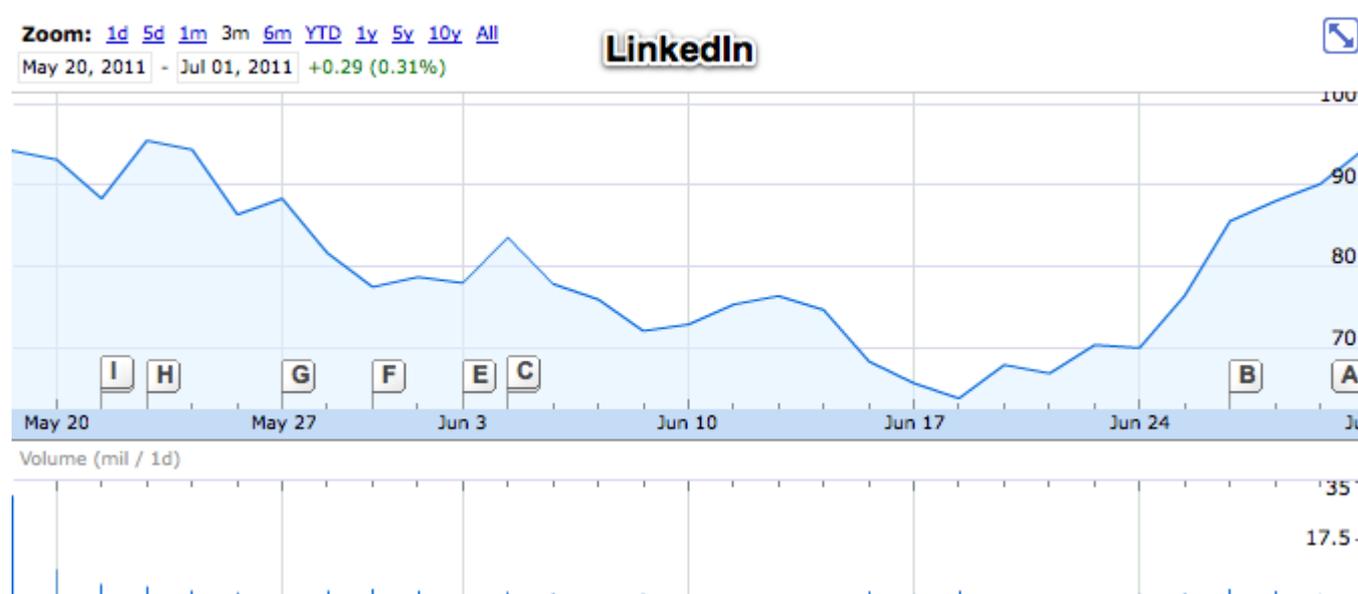
LinkedIn è il primo a quotarsi tra i social network globali Facebook e Twitter che hanno conquistato l'attenzione del pubblico online.

L'immagine riportata nella pagina seguente rappresenta l'andamento del titolo nel giorno della quotazione e nel primo mese di contrattazione

Cosa ha generato tanto interesse?

LinkedIn rappresenta una miniera di informazioni. I talent scout pagano per avere un'ampia scelta tra i profili online e selezionare candidati: i loro versamenti rappresentano metà del giro d'affari.

Tabella 3



Google.com/finance

Gli utenti possono scegliere di sottoscrivere un abbonamento per accedere a funzioni avanzate, per esempio un'email da inviare ad altre persone su LinkedIn che, però, non fanno parte dei propri contatti. Inoltre può

contare sulle campagne pubblicitarie. Nell'anno precedente la crescita del giro d'affari è stata del 178% nell'area "talent scout" e 116% per il marketing.

Di seguito vengono elencati gli shareholder più importanti di LinkedIn nel periodo antecedente la quotazione

- **Reid Hoffman and Michelle Yee:** 19,066,032 shares, 21.4% ownership.
- **Sequoia Capital:** 16,840,309 shares, 18.9% ownership.
- **Greylock Partners:** 14,047,978 shares, 15.8% ownership.
- **Bessemer Venture Partners:** 4,578,253 shares, 5.1% ownership.
- **Jeffrey Winer, CEO:** 3,844,512 shares, 4.1% ownership.
- **Steven Sordello, CFO:** 1,007,327 shares, 1.1% ownership.
- **Dipchand "Deep" Nishar, VP Product & User Experience** 970,000 shares, 1.1%

Come già sopra riportato la compagine azionaria, per quanto attiene agli azionisti di maggioranza, è rimasta inalterata dopo la fase di quotazione. Come ci si può aspettare la quantità maggiore di azioni è detenuta dal fondatore e chairman Reid Hoffman (insieme alla moglie). I tre più grandi azionisti che seguono sono società di venture capital: Sequoia Capital, Greylock Partners and Bessemer Venture Partners. Insieme, posseggono circa il 39% della società.

Nella tabella seguente vengono mostrati sia gli shareholders che hanno un numero di azioni superiori al 5% sia i nomi principali del management della società:

Tabella4

Name of Beneficial Owner	Shares Beneficially Owned Prior to this Offering*		Number of Shares Being Offered
	Shares	%	
<b>5% Stockholders:</b>			
Reid Hoffman and Michelle Yee, Trustees of the Reid Hoffman and Michelle Yee Living Trust dated October 27, 2009 <sup>(1)</sup>	19,066,032	21.4	
Entities affiliated with Sequoia Capital <sup>(2)</sup>	16,840,309	18.9	
Entities affiliated with Greylock Partners <sup>(3)</sup>	14,047,978	15.8	
Entities affiliated with Bessemer Venture Partners <sup>(4)</sup>	4,578,253	5.1	
<b>Named Executive Officers and Directors:</b>			
Jeffrey Weiner <sup>(5)</sup>	3,844,512	4.1	
Steven Sordello <sup>(6)</sup>	1,007,327	1.1	
David Henke <sup>(7)</sup>	850,000	*	
Dipchand "Deep" Nishar <sup>(8)</sup>	970,000	1.1	
Erika Rottenberg <sup>(9)</sup>	425,000	*	
A. George "Skip" Battle <sup>(10)</sup>	75,000	*	
Reid Hoffman <sup>(11)</sup>	19,066,032	21.4	
Leslie Kilgore <sup>(12)</sup>	60,000	*	
Stanley Meresman <sup>(13)</sup>	75,000	*	
Michael Moritz <sup>(14)</sup>	16,840,309	18.9	
David Sze <sup>(15)</sup>	14,047,978	15.8	
All executive officers and directors as a group (12 persons) <sup>(16)</sup>	57,536,158	61.0	

Artefice del traguardo raggiunto da LinkedIn con la quotazione in borsa è Michael Moritz, fondatore e motore del gruppo Sequoia Capital, che ha supportato colossi high-tech quando erano ancora piccole società

visionarie, come Apple, Google e Paypal. Il primo investimento arriva nel 2003, ma la competizione nel settore high-tech si fa sempre più accesa. L'anno successivo inizia il decollo di Facebook: che in poco tempo supera la soglia di 600 milioni di utenti attivi. Nel 2006 debutta Twitter. E la competizione diventa sempre più intensa. Per un anno LinkedIn non guadagna altri utenti. Poi, riprende a correre. E da quel momento conquista le nazioni fuori dai confini degli Stati Uniti a passi da gigante. Dopo il debutto al New York Stock Exchange Hoffman conserva il 20% delle azioni e Sequoia Capital non venderà titoli.

Con una delle OPS maggiori da quella di Google nel 2004, sono stati venduti 7,84 milioni di azioni: 4,83 milioni di titoli ordinari di classe A, mentre gli azionisti intenzionati a vendere hanno offerto altri 3,01 milioni di azioni dello stesso tipo.

Questo porta a un nuovo e vertiginoso aumento di utenti superando i 200 milioni di iscritti. Nel 2014 LinkedIn vanta circa 5400 dipendenti suddivisi in uffici presenti in 27 città in tutto il mondo, la piattaforma è online in oltre 200 paesi ed è sempre più utilizzata da studenti e laureati che devono entrare nel mondo del lavoro.

Nel 2016 Microsoft acquista LinkedIn per 26 miliardi di dollari, facendola diventare la sua prima piattaforma social. La mossa fa parte della strategia del colosso statunitense del software per rafforzare la sua presenza nelle attività online, soprattutto rivolte alle imprese. La transazione avviene a 196 dollari per azione. Il nuovo potenziale della combinazione risiede nella combinazione dei servizi cloud di Microsoft e il network di LinkedIn. Reid Hoffman, presidente, cofondatore e azionista di controllo di LinkedIn, e lo stesso Weiner sostengono completamente la transazione.

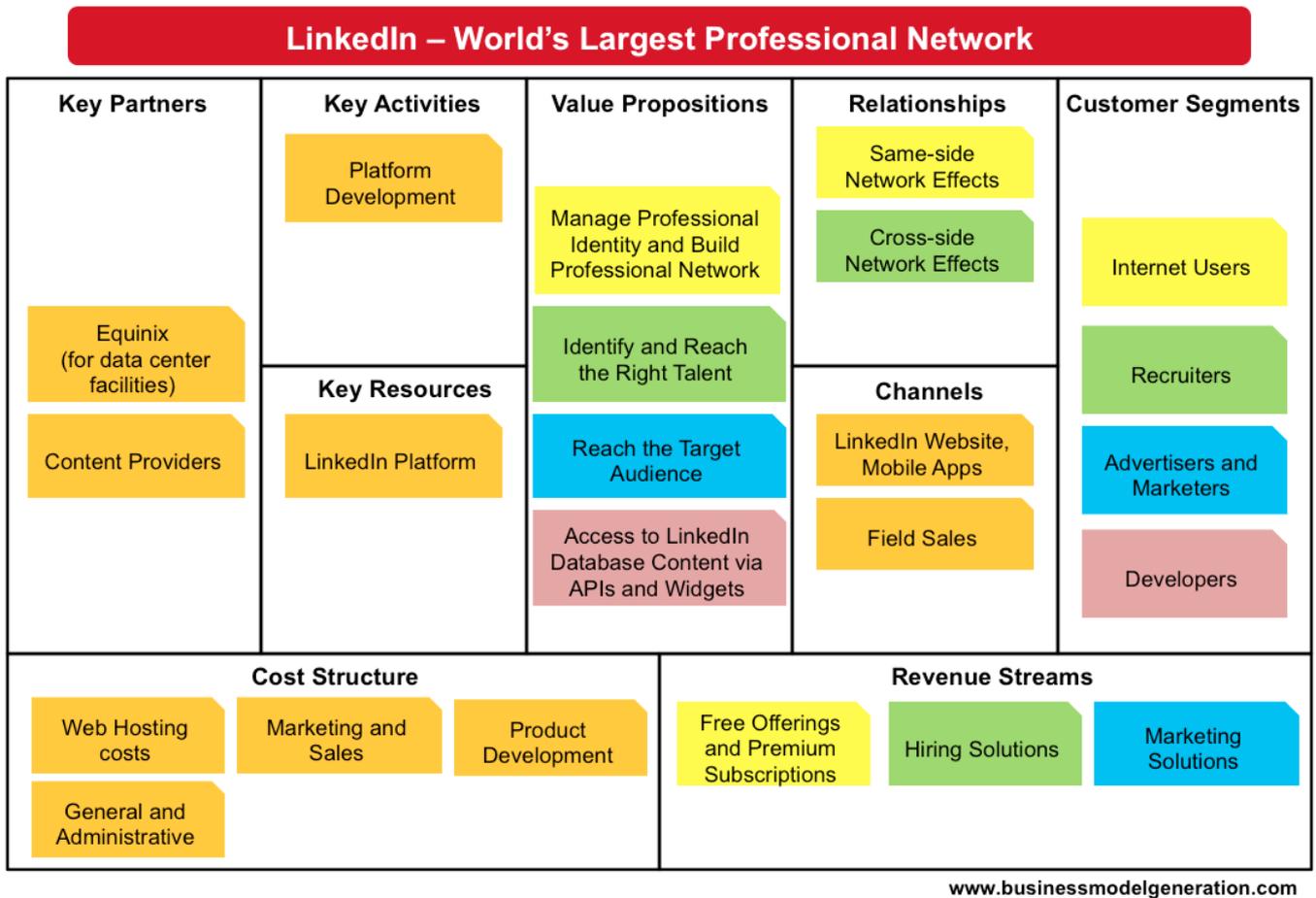
L'acquisizione da parte di Microsoft rappresenta un'importante passo in avanti per la società, a fronte delle difficoltà affrontate durante quell'anno. Il valore delle azioni di LinkedIn si è ridotto di quasi la metà dai 260 dollari rispetto all'autunno dell'anno precedente, arrivando a 131,08 dollari nel giugno del 2016.

L'obiettivo di Microsoft è quello di rilanciare il social network che negli ultimi mesi ha deluso investitori e mercati a causa della concorrenza e di un mercato del lavoro in ripresa che si rivolge anche ai canali più tradizionale. LinkedIn - nonostante i suoi 400 milioni di utenti - mostra i primi segnali di debolezza: l'ultimo trimestre del 2015 si chiude con un rosso pari a 8,4 milioni di dollari (2,9 milioni gli utili nello stesso periodo dell'anno). A pesare sono state le voci straordinarie perché i ricavi erano saliti del 34% a 862 milioni di dollari, oltre le stime per 857 milioni, e nell'intero 2015 a 2,991 miliardi. Il 2016, tuttavia, parte in modo migliore: nei primi tre mesi i ricavi complessivi aumentano del 35% a 861 milioni di dollari. Tuttavia la società fa difficoltà a riprendersi dopo il crollo in borsa subito dopo la pubblicazione dei conti nel 2015. Oggi LinkedIn è una piattaforma che conta circa cinquecento milioni di membri iscritti ed è presente in duecento paesi. Il 56% degli iscritti risiede fuori dagli Stati Uniti d'America, mentre l'India, il Regno Unito e il Brasile sono i paesi col maggior numero di iscritti (quest'ultimo è anche quello che cresce più velocemente). Gli utenti europei sono oltre 22 100 000 e le nazioni che mostrano un maggiore interesse sono i [Paesi Bassi](#), la [Francia](#) e l'[Italia](#). LinkedIn copre circa 150 comparti economici e oltre 400 regioni economiche.

---

### 3.2 Business model

È possibile rappresentare il business model di LinkedIn attraverso il modello di Canvas nel seguente modo



Virtual14. Il Business Model Canvas di LinkedIn

Gli introiti provengono da tre fonti: la vendita di abbonamenti premium del servizio (27% dei ricavi), le hiring solution (41%) e le marketing solution (32%). La prima tipologia di soluzioni racchiude servizi di consulenza (in particolare LinkedIn Corporate Solutions) e pubblicità (LinkedIn Jobs) che aiutano le aziende a individuare i migliori candidati da assumere; la seconda è pensata per offrire ai marketer nuove occasioni per entrare in contatto con partner e consumatori (attraverso advertising, anche fai da te, sondaggi di opinione, emailing mirato, test di campagne su gruppi selezionati, ecc...).

LinkedIn è un buon esempio di Freemium business model. Mentre l'offerta principale è gratuita per i membri della rete, l'offerta premium ha un prezzo.

L'offerta premium include strumenti come LinkedIn InMails e Profile Stats Pro. Gli utenti possono eseguire l'aggiornamento da un tipo di account di base a tipi di account Business, Business Plus o Executive. I tipi di account premium forniscono accesso alle offerte premium. La forza della piattaforma di LinkedIn sta nella capacità di sviluppare un forte networking tra i soggetti che ne fanno parte. Questo aiuta a far crescere la rete attraverso il passaparola o le e-mail di richiesta di connessione. Man mano che il numero medio di connessioni dei membri aumenta, la forza della rete migliora. Più la rete diventa forte, più attraente diventa per gli utenti, attuali e futuri, la piattaforma.

Gli abbonamenti Premium sono venduti principalmente online. L'organizzazione di vendita sul campo comprende forza vendita diretta, agenzie e rivenditori. Mentre il canale online è caratterizzato da prezzi di vendita medi più bassi, il canale offline è caratterizzato da un ciclo di vendita più lungo, prezzi di vendita medi più alti e termini contrattuali più lunghi. Nel 2011, le vendite sul campo hanno contribuito al 55% delle vendite totali, mentre il canale online ha contribuito al 45% delle vendite totali.

### 3.3 Il settore high-tech

Sulla fine degli anni '90, fino ad oggi, il crescente progresso tecnologico e l'avvento di Internet ha modificato profondamente ogni aspetto della nostra vita apportando numerosi ed importanti cambiamenti anche nell'economia e nel mondo finanziario.

L'economia tradizionale è sempre stata caratterizzata da un sistema economico in cui le aziende sono prevalentemente orientate alla produzione, ovvero alla trasformazione di materie prime e semilavorati in prodotti finiti. La new economy, a differenza della "old economy", è invece caratterizzata da un'azienda che fornisce e/o crea qualsiasi tipo di prodotto o servizio tramite l'uso di strumenti informatici e della comunicazione. Proprio sull'ondata tecnologica dell'ultimo periodo, quella dell'Internet Mobile, diverse aziende hanno sfruttato queste opportunità per trovare una maniera alternativa per generare valore.

Queste non necessitano di importanti infrastrutture in quanto l'attività viene esercitata in uno spazio virtuale, contrariamente all'azienda tradizionale, e basano il loro business model su risorse intangibili sfruttando le potenzialità che offre la rete. Se la prassi per le imprese di un tempo prevedeva una crescita lenta e costante, ora il mercato è costellato da queste nuove imprese che seguono un percorso di sviluppo totalmente diverso: nascono velocemente e altrettanto velocemente muoiono. Questo ha spinto quest'ultime a rivolgersi, anticipatamente rispetto a quanto avveniva in passato, al mercato dei capitali nelle fasi iniziali del percorso di sviluppo ottenendo per altro quotazioni estremamente elevate senza aver mai prodotto, nella maggior parte dei casi, utili. Lo sbarco di queste imprese in Borsa inoltre ha reso necessario la ridefinizione delle modalità valutative tradizionali, non applicabili appunto ad imprese che nulla hanno in comune con quelle "tradizionali" che da sempre affollano il mercato azionario. Non è la prima volta che l'entusiasmo per l'innovazione e le nuove tecnologie travolge la Borsa: negli anni 2000 con le Dot Com, ovvero le prime imprese che si sono servite delle tecnologie Internet per fare business, il mercato azionario ha assistito alla prima "bubble tech" e ci si chiede se la situazione sia destinata a ripetersi.

Le caratteristiche comuni che si verificano tra queste aziende possono essere riassunte in quattro principali elementi:

- Fondano il loro valore sul network che riescono a raggiungere
- Ridefiniscono le regole del consueto attraverso “innovazioni disruptive”
- Non hanno infrastrutture importanti: le aziende sono infatti di piccole dimensioni con asset principalmente intangibili
- Si affidano al capitale di rischio per il loro finanziamento nelle fasi iniziali della loro esistenza

Ai fini dello studio, di particolare rilevanza è l'ultimo punto, che andiamo ad analizzare nello specifico.

Il ciclo di vita di una startup può essere suddiviso essenzialmente in cinque stadi: pre-seed, seed, strat up, growth e exit. Nella prima fase si ha la concezione dell'idea: l'imprenditore valuta la fattibilità del progetto ed inizia ad esaminare le opportunità di mercato e le competenze di cui dispone. Nella seconda fase dimostrare la validità tecnica dell'innovazione che si vuole proporre al mercato. Nella terza fase l'impresa si lancia a tutti gli effetti sul mercato. In questa fase il prodotto o servizio inizia ad essere venduto ed è possibile conteggiare i primi clienti ed i primi ricavi. Nella quarta fase il numero dei clienti e le vendite aumentano e con essi anche il fatturato. L'ultima fase, l'exit, è quella fase in cui l'impresa cessa di essere una startup: può essere internamente o parzialmente acquisita da terzi, può fallire, l'imprenditore può riacquistare le quote della startup precedentemente cedute durante la fase di raccolta degli investimenti rimanendo così l'unico proprietario, oppure può diventare pubblica attraverso una IPO. Quest'ultima opzione sarà quella che verrà approfondita in questo elaborato. Nel report di Simon (2016) è emerso che gli Unicorni si affidano in una certa misura al capitale di rischio per il loro finanziamento nelle fasi di seed, strat up, growth. La figura del Venture Capital è importante per ottenere i primi finanziamenti. il Venture Capital si presenta come un intermediario che raccoglie fondi da un gruppo di investitori (banche, fondi pensioni, compagnie di assicurazioni e fondazioni) e li investe nel capitale azionario di società di nuova istituzione e fortemente innovative<sup>1</sup>.

Attraverso il conferimento del capitale di rischio il Venture Capitalist oltre alla possibilità di appropriarsi di una parte del valore creato dall'impresa e, nello stesso tempo, gli consente di svolgere diverse funzioni quali:

---

1: “Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings”, Megginson e Weiss, The Journal of Finance, Volume XLVI, N°3, Luglio 1991

- Consulenza manageriale: il VC assiste l'impresa nelle attività di gestione, organizzazione, marketing e nelle decisioni strategiche. L'imprenditore-innovatore ha infatti spesso conoscenze tecnico-scientifiche, ma non ha sufficienti competenze manageriali
- Monitoraggio e controllo: queste funzioni sono attuate per evitare comportamenti opportunistici dell'imprenditore che potrebbero condurre al fallimento del progetto, è infatti per questo che spesso il VC è presente nel consiglio di amministrazione. Inoltre, secondo Wang e Zhou (2002) per evitare l'azzardo morale da parte dell'imprenditore, il VC potrebbe predisporre investimenti pianificati su più periodi cosicché il piano di finanziamento del VC possa coinvolgere molte opzioni in un complesso ambiente e in continuo cambiamento come quello in cui operano le startup innovative.
- Produzione di informazioni: il VC attraverso il finanziamento di un'impresa aumenta il grado di trasparenza della stessa perché questo funge da segnale di bontà del progetto. Il Venture Capitalist in altre parole utilizza la propria reputazione a garanzia del progetto innovativo riuscendo così a far ottenere alla startup l'approvazione dal mercato, ulteriori prestiti dalle banche e, secondo Lerner (1994), potrebbe anche essere facilitata a trovare sottoscrittori qualora decidesse di quotarsi in Borsa

## Conclusione

Nel lavoro di ricerca fin qui svolto sono stati presentati gli aspetti fondamentali riguardanti le Operazioni Pubbliche di Sottoscrizione. Dopo aver analizzato le motivazioni che spingono un'impresa alla scelta di quotarsi in borsa, si è passati ad uno studio attento alle diverse forme di quotazione nonché alle fasi che compongono l'intero percorso, mettendo in rilievo i soggetti che vi prendono parte con particolare enfasi sulla figura dell'underwriter. La scelta di focalizzarsi su questa figura in particolare è dovuta al ruolo che essa ricopre nello svolgimento dell'intero processo; dipende dalle capacità del lead underwriter il numero dei titoli che verranno venduti in sede di OPS, nonché la fase di formazione del prezzo.

Proprio questa fase, data la rilevanza che possiede per il successo dell'operazione di quotazione, è stata analizzata sia nello studio delle OPS, descrivendone le fasi di formazione, che studiata come base per descrivere il fenomeno dell'underpricing, fenomeno centrale dell'intero lavoro

. Nel capitolo 2 si è visto come il grado di underpricing possa essere spiegato da una pluralità di modelli, i più accreditati dei quali si basano sul concetto di asimmetria informativa. Tra i modelli che si basano su tale concetto, bisogna ricordare l'importanza scientifica delle teorie fondamentali precedentemente esposte che riguardano le asimmetrie informative, la struttura proprietaria e i conflitti di interesse relativi all' underpricing tra i soggetti coinvolti, con particolare attenzione al conflitto tra società emittente e consorzio di collocamento. Nel particolare per quanto attiene alle asimmetrie informative sono state viste diverse situazioni possibili.

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

L'ultimo capitolo, focalizzato sul caso pratico della quotazione di LinkedIn, ci permette di inquadrare l'impianto teorico costruito nei capitoli precedenti nella realtà pratica delle cose.

LinkedIn è stata scelta proprio perché una delle prime piattaforme online a procedere verso la quotazione dopo la bolla delle dotcom. È stato così possibile esaminare la scelta "going public" della società, attenzionandone la storia, il grado di underpricing, la struttura proprietaria pre e post OPS, nonché il business model della società e la sua capacità di generare ricavi.

Infine, l'ultimo paragrafo del capitolo finale è stato dedicato alla quotazione delle imprese nel settore high-tech, fenomeno che negli ultimi anni ha assunto una rilevanza sempre maggiore. Si è così esaminata la necessità di capitale in fase iniziale e nella fase di pre-quotazione di questo genere di imprese, conclusa con una breve analisi della figura, di grande rilevanza, del venture capitalist.

## Bibliografia

- Lowry, M. e Murphy K.J. “Executive stock options and IPO underpricing”, *Journal of Financial Economics*, 85(2007) 39-65
- Guido Ferrarini, I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati, in "Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa" 1/2013, pp. 203-222
- Draho, J., 2004. *The IPO Decision. Why and How companies go public*. Edward Elgar Publishing Limited, UK, pag. 183.
- "Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process", Puri e Manku, 1999, *Journal of Financial Economics* 54, 133-163:
- Mandelker, G., Raviv, A., 1977. Investment Banking: an Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts. *Journal of Finance*, 32 (3), 683-694. 25 dell'emittente [Allen (1991)]
- M.K. Mok e Y.V. Hui, “Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China”, *Pacific-Basin Financial Journal* 6 (1998) 453–474
- “Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements”, David Yermack, *The Journal of Finance*, volume 52, Issue 2 (Jun., 1997), 449-476
- “Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK”, *Journal of Financial Economics* 45 (1997), pp. 406-407

- , Loughran e Ritter, The Review of Financial Studies Special 2002 Vol. 15, No. 2, pp. 413-443
- “Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings”, Megginson e Weiss, The Journal of Finance, Volume XLVI, N°3, Luglio 1991
- “A review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, Ivo Welch e Jay R. Ritter, Febbraio 2002
- “IPO-Related Organizational Change and Long-Term Performance”, J.H. von Eije, M.C. de Witte and A.H. vander Zwaan, 2004
- “Seasoned Offerings, Initiation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings”, Ivo Welch, The Journal of Finance, Vol. 44, Issue 2, Giugno 1989, 421-449
- “IPO Underpricing, Wealth Losses and the Curious Role of Venture Capitalists in the Creation of Public Companies”, Alexander P. Ljungqvist, Giugno 1999

## Sitografia

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