

Dipartimento di:

Impresa e Management

Laurea triennale in:

Economia e Management

Cattedra di:

Finanza aziendale

Le teorie istituzionali dell'Underpricing: il caso Saudi Aramco

Relatore:

Prof. Raffaele Oriani

Candidato:

Matteo Mocka, 223841

Anno Accademico:

2019-2020

INDICE

INTRODUZIONE	3
MERCATO AZIONARIO E IPO	5
1.1) LA BORSA E IL MERCATO AZIONARIO	5
1.2) PERCHÉ QUOTARSI?	9
1.3) FASI DELLA QUOTAZIONE	14
IL FENOMENO DELL'UNDERPRICING	18
2.1) L'EVOLUZIONE DELL'UNDERPRICING	18
2.2) LE TEORIE ISTITUZIONALI	23
2.2.1) TEORIE SUL VANTAGGIO FISCALE	23
2.2.2) PRICE STABILIZATION THEORIES	24
2.2.3) LITIGATION RISK THEORIES	26
IL CASO SAUDI ARAMCO	28
3.1) STORIA DELL'AZIENDA	28
3.2) PERCHÉ QUOTARSI SUL MERCATO DI RIAD: PROGRAMMA "SAUDI VISION 2030"	29
3.3) LANCIO DELL'IPO	31
3.4) ANALISI POST-QUOTAZIONE	36
BIBLIOGRAFIA & SITOGRAFIA	38

INTRODUZIONE

L'obiettivo che si pone questo studio è quello di analizzare il processo di prima quotazione di una società (in inglese IPO, Initial Public Offering), in particolare di Saudi Aramco, la compagnia nazionale saudita di idrocarburi, che con una produzione giornaliera di più di 10 milioni di barili, la rendono una delle più grandi compagnie petrolifere del mondo.

Lo studio parte con un'introduzione sulle caratteristiche e sulle peculiarità del mercato dei capitali, in particolare il mercato azionario, dove verranno analizzate le sue funzioni principali, e successivamente si entrerà nel dettaglio spiegando a che cosa ci si riferisce con il termine "Borsa" e a tutte le sue sfaccettature.

In seguito, verranno analizzati i motivi che portano alla decisione di quotarsi su un mercato regolamentato e tutte le varie conseguenze e fenomeni che porta con sé tale scelta.

Inoltre, merita una nota d'onore il fenomeno - pressoché presente in quasi tutte le IPO - dell'Underpricing, ovvero il costo che deriva dall'emissione di titoli a un prezzo inferiore al loro valore di mercato. In termini più specifici, l'Underpricing viene usato per mettere in evidenza la differenza positiva che si registra tra il prezzo a cui il titolo è stato offerto in prima istanza agli investitori e il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione del titolo. Può anche capitare, raramente, di imbattersi nel fenomeno opposto, ovvero il presentarsi di una differenza negativa tra i due prezzi. Questo fenomeno prende il nome di Overpricing; questo fenomeno accade quando il prezzo che si forma nel mercato secondario è inferiore al prezzo di primo collocamento del titolo presso i vari investitori.

Successivamente verrà effettuata una precisa analisi sulle fasi della quotazione (valutazione preliminare, processo di "due diligence" o attività di indagine, determinazione del fair value della società, pre-marketing, book-building e fissazione del prezzo) prendendo in considerazione tutti i soggetti coinvolti come l'advisor, il consulente legale, l'underwriter e infine lo sponsor.

Dunque, si giungerà al fine di questo studio, ovvero spiegare e far comprendere il mondo delle Borse Valori e delle IPO, con un occhio di riguardo nell'analizzare alcune teorie sviluppatesi nel corso del ventesimo secolo, denominate teorie istituzionali, che possano spiegare ed esaminare il fenomeno dell'Underpricing.

Si cercherà di effettuare uno studio sull'evoluzione dell'Underpricing, e capire se è un fenomeno che colpisce solo determinati mercati, o se invece si presenta in maniera più accentuata in determinati Paesi rispetto ad altri.

Nell'ultima parte dello studio ci si concentrerà sul caso preso in esame: Saudi Aramco, una delle più grandi compagnie petrolifere del mondo. Verrà analizzato il suo excursus aziendale, dalle prime trivellazioni effettuate nel deserto saudita nel 1935 fino al suo debutto sulla Borsa di Riad dell'11 dicembre 2019. Si cercherà di comprendere tutte le varie ragioni che hanno spinto la famiglia reale saudita, nonché proprietaria dell'azienda, a quotarsi sul mercato di Riad e non su un mercato estero più influente e importante; si analizzerà il programma denominato "Saudi Vision 2030", che ha come obiettivo quello di diversificare l'economia dell'Arabia Saudita, quasi completamente dipendente dall'estrazione del preziosissimo oro nero e della sua conseguente vendita all'estero; e infine si cercherà di comprendere perché il fine di raggiungere 2.000 miliardi di valore complessivo dell'azienda, obiettivo posto dal principe saudita, non è stato raggiunto (per renderci conto a quanto corrispondono 2.000 miliardi, basti pensare che il PIL italiano, ovvero tutta la ricchezza prodotta dall'intera nazione nel corso del 2019, equivaleva a poco più di 2.000 miliardi).

Si vedrà che Saudi Aramco attraverso la sua IPO è riuscita a raccogliere una cifra di circa 25,6 miliardi di dollari americani, superando la quotazione record di Alibaba sul mercato statunitense nel 2014 che riuscì a raccogliere una cifra vicina a 25 miliardi.

Infine, si cercherà di capire e studiare cosa è accaduto durante il primo giorno di quotazione sul mercato, dove è stato registrato un rialzo del 10%, quindi verrà effettuata un'analisi post-quotazione.

1.1) LA BORSA E IL MERCATO AZIONARIO

Lo studio parte da una brevissima nota storica, proseguendo con un'analisi su quali siano le varie peculiarità e caratteristiche della Borsa Valori, analizzato nel particolare il mercato azionario.

Facendo un salto nel passato, si scopre che la primissima negoziazione di titoli risale al 1500 nella città belga di Bruges. Questo primitivo mercato organizzato era situato in un palazzo i cui proprietari erano la famiglia dei Van der Bourse, dal cui nome si farebbe derivare la denominazione di Borsa. Ma altre opinioni sono concordi sul fatto che il sostantivo “Borsa” derivi invece dal nome della famiglia dei mercanti veneziani Della Borsa e che sarebbe stato tradotto in olandese, in modo grossolano, come Van der Bourse.¹

Ma la prima Borsa vera e propria è quella istituita nel 1531 nella città di Anversa. In questo luogo i prezzi delle varie merci venivano contrattati e decisi da coloro che sono denominati i primi “operatori” in un preciso edificio, appunto la Borsa.

Ora ci si concentrerà ad esaminare ed analizzare le peculiarità e le caratteristiche di un mercato dei capitali. Quando si fa riferimento al mercato dei capitali, si intende il mercato nel quale si trattano strumenti partecipativi a medio-lungo termine con scadenza superiore a dodici mesi, strumenti partecipativi o di debito, strumenti con una scadenza indeterminata. Ed è proprio in questo luogo che avviene l'incontro tra chi ha un surplus di capitali (generalmente famiglie) e chi ne ha necessità (le imprese), ovvero chi è in deficit di capitali.² È bene precisare che l'espressione “mercato dei capitali” alcune volte è usato come sinonimo di mercato finanziario, che altro non è che il luogo dove vengono scambiati strumenti finanziari di qualunque tipo.

Ma esattamente, cosa succede in un mercato qualsiasi? Si svolge la compravendita di strumenti finanziari, il tutto con dei precisi scopi come ad esempio:

¹ Per approfondimenti sulla storia della borsa Elisabetta Bani, “Le Borse Merci”, 10 aprile 2008, Pisa

² Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, “Istituzioni e mercati finanziari”, Pearson editore, nona edizione, settembre 2019

- Operazioni di finanziamento, ovvero dare la possibilità a chi ha un deficit di capitali di cercare denaro sul mercato
- Liquidità dei titoli, ossia la possibilità di vendere lo strumento e ottenere della liquidità da usare per acquistare altri titoli o per altri motivi
- Pricing dei titoli: con questo termine si intende la possibilità di offrire in modo perenne un prezzo ai vari titoli presenti sul mercato

Per poter far in modo che inizi la negoziazione e la contrattazione dei vari titoli, è necessario che il titolo sottointeso sia quotato, ma per attuare tale procedura sono necessari dei requisiti, di norma uguali in quasi tutti i Paesi. Tali requisiti riguardano principalmente il flottante minimo di azioni, un buon posizionamento competitivo e la dotazione patrimoniale. Non bisogna dimenticare però tutti gli aspetti relativi alla corporate governance poiché, essendo la quotazione in borsa uno degli step più elevati che può raggiungere una determinata azienda, concorrono ad aumentare ancora di più la capacità di creare valore per tutti gli stakeholders³.

Quando ci riferiamo al mercato azionario, ovvero il luogo (non necessariamente fisico) dove sono negoziati i titoli azionari, in modo indiretto facciamo riferimento alle azioni, ovvero titoli rappresentativi della partecipazione al capitale di una società. Il mercato delle azioni permette quindi di acquistare dei titoli di tutte le società quotate in Borsa sulle diverse piazze finanziarie mondiali. Questi titoli sono acquistati dai vari investitori, i quali possono ottenere un rendimento in due modi: o perché la società paga dei dividendi o perché il prezzo delle azioni aumenta nel tempo. Inoltre, una società può emettere varie tipologie di azioni che si differenziano in ragione di specifici diritti patrimoniali e amministrativi che incorporano. Vi sono le azioni ordinarie (common stock), le quali conferiscono la possibilità di partecipare a tutte le decisioni che la legge o lo statuto riservano ai soci. Oltre a queste vi sono le azioni privilegiate (preferred stock), denominate così perché godono di un privilegio nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale in fase di scioglimento della società. Infine, vi sono le azioni di risparmio, le quali sono prive del diritto di voto, ma godono di privilegi patrimoniali rispetto alle azioni ordinarie⁴.

³ Diego Marchese, “Come quotarsi in borsa? Requisiti, regole ed i suoi segmenti”, Elysium Post, 20 Febbraio 2019

⁴ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, “Istituzioni e mercati finanziari”, Pearson editore, nona edizione, settembre 2019

Questo mercato si distingue in mercato primario e secondario, dove sul primo sono collocate le azioni di prima emissione, mentre sul secondo sono negoziati i titoli già in circolazione, ma per raccogliere nuove risorse finanziarie, è possibile usare solo quello primario, infatti nel secondo lo scambio di risorse finanziarie avviene tra due investitori, senza alcun coinvolgimento dell'emittente⁵.

Il mercato azionario funziona come la maggior parte degli altri mercati finanziari, ovvero permette di passare degli ordini di acquisto o di vendita dei titoli quotati. All'ordine possono essere indicate anche altre condizioni quali le condizioni di prezzo e i limiti di validità. Di norma sono degli organismi bancari o delle società specializzate negli investimenti che si incaricano di raccogliere gli ordini dei loro clienti e di trasmetterli al sistema di quotazione per via elettronica. Gli ordini nel mercato borsistico vengono eseguiti secondo criteri ben precisi. Può perciò trattarsi di un ordine di priorità basato sui prezzi, in ordine crescente, o sul tempo, in ordine cronologico⁶.

E tradizionalmente, i mercati azionari si distinguono in mercati regolamentati e mercati Over-The-Counter (OTC), ovvero non regolamentati. Prendendo come esempio l'Italia, il mercato di borsa è regolamentato secondo le norme comunitarie e nazionali e fa capo a Borsa Italiana, ovvero a una società di gestione con il compito di definire le regole del funzionamento del mercato e dirigerne l'attività. Essendo un mercato regolamentato, oltre a tutti i requisiti da rispettare, è richiesta l'approvazione da parte dell'autorità di vigilanza (CONSOB in Italia)⁷. I titoli che non sono quotati in una borsa possono essere scambiati in un mercato Over-The-Counter, dove mancano i requisiti imposti ad un mercato regolamentato. Questo non significa che i mercati OTC non siano soggetti ad alcuna regolamentazione, ma che le regole da rispettare sono più leggere e flessibili. L'esempio più importante di un mercato OTC è il NASDAQ, il quale fornisce i prezzi correnti dei principali titoli tecnologici della borsa americana.

Il regolamento, il quale esercita la funzione di garante assoluto, determina:

- 1) Le condizioni per cui la liquidazione e la garanzia delle operazioni, possano dichiararsi concluse;
- 2) Le modalità e i requisiti per presentare la modalità di ammissione, di sospensione e di esclusione degli strumenti finanziari delle contrattazioni;

⁵ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di finanza aziendale", McGraw-Hill Education, settima edizione, 2015

⁶ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, "Istituzioni e mercati finanziari", Pearson editore, nona edizione, settembre 2019

⁷ Edoardo Scirè, "I mercati regolamentati e Over-The-Counter", Starting Finance

- 3) I vari tipi di contratti ammessi alle contrattazioni;
- 4) Le condizioni per svolgere una negoziazione in totale trasparenza, elencando gli obblighi e i doveri degli operatori, degli investitori e degli intermediari;
- 5) Le modalità per pubblicare e diffondere i vari prezzi⁸.

Tutte queste regole assicurano una totale trasparenza nelle varie operazioni di mercato, in modo tale che il tutto possa svolgersi in modo equo ed efficiente. Per esempio, l'autorità competente italiana incaricata è la Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa), ed è lei che ha in mano il potere di autorizzare l'esercizio dei mercati regolamentati italiani.

Anche le negoziazioni dei vari titoli seguono delle regole ben precise e sono regolate dall'autorità di vigilanza. Per fare un esempio pratico, e andando a considerare l'MTA, ovvero il Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana, le fasi di negoziazione avvengono nel seguente modo:

- 1) La prima fase, chiamata asta di chiusura, è articolata nelle fasi di determinazione del prezzo teorico d'asta di apertura e conclusione dei vari contratti;
- 2) Nella seconda fase avviene la negoziazione continua per tutto il tempo di apertura del mercato;
- 3) Infine, nella terza fase avviene l'asta di chiusura, la quale è articolata nelle fasi di determinazione del prezzo teorico d'asta di chiusura e dalla conclusione dei vari contratti⁹.

Le varie negoziazioni possono svolgersi secondo le modalità di negoziazione continua e di asta. Con la prima, come si può intuire, le negoziazioni avvengono per tutto il periodo di apertura del mercato, ed il prezzo si aggiorna in base agli scambi che vengono effettuati tra i vari investitori. Mentre nel secondo caso, gli scambi non avvengono per tutto il periodo di apertura, ma solo in degli intervalli di tempo prefissati e si cerca di determinare un prezzo unico per tutti gli ordini che gli operatori decidono di eseguire¹⁰.

⁸ Tutti i requisiti sono stati estrapolati da "Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.", 3 Dicembre 2018

⁹ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, "Istituzioni e mercati finanziari", Pearson editore, nona edizione, Settembre 2019

¹⁰ "Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.", 4 Marzo 2019

Un altro aspetto da considerare riguarda la differenza esistente tra gli operatori, infatti vi sono gli operatori semplici e gli operatori specialisti. Per i primi la volontà si esprime attraverso delle proposte di contrattazione e negoziazione in forma anonima; queste contengono tutte le informazioni riguardanti lo strumento finanziario, la quantità, il prezzo e la modalità di esecuzione. Anche per gli operatori specialisti si esprime la volontà di negoziazione in forma anonima ma ciò che cambia è il tutto è organizzato attraverso la priorità di prezzo. Con questa denominazione si intende il soddisfare con precedenza le proposte di acquisto che esprimono i prezzi più alti, ovvero le offerte di vendita con i prezzi più bassi. Qualora il prezzo fosse uguale, verrà data precedenza a chi ha presentato per primo l'offerta. Pertanto, si può affermare che le proposte di negoziazione sono ordinate in modo automatico nel mercato in base al prezzo (crescente se si sta parlando di un'operazione di vendita, decrescente invece per un'operazione di acquisto), e se il prezzo dovesse essere lo stesso, allora si darà la precedenza in base all'ordine di tempo. Ovviamente i vari operatori possono decidere in qualsiasi istante di tempo di modificare o cancellare le loro proposte di negoziazione¹¹.

1.2) PERCHÉ QUOTARSI?

Prima di prendere la decisione di quotarsi in Borsa, è necessario vedere e capire quali cambiamenti avvengono all'interno del sistema aziendale, analizzando sia l'operatività che la struttura organizzativa.

Dando una semplice definizione, la Borsa rappresenta uno degli strumenti più funzionali per ottenere risorse finanziarie, necessarie per la realizzazione dei vari progetti e investimenti per cercare di raggiungere delle nuove soglie di efficienza e dare forza ai nuovi progetti imprenditoriali.

La scelta di quotarsi rappresenta una delle più importanti decisioni a livello strategico, ma a questa vanno di pari passo alcune considerevoli implicazioni. Infatti, si può considerare questo evento come un momento di discontinuità poiché richiede una valutazione ben chiara. Il soggetto economico che decide di

¹¹ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, "Istituzioni e mercati finanziari", Pearson editore, nona edizione, Settembre 2019

attuare queste strategie deve portare avanti un'analisi strategica dell'attività aziendale, delle sue prospettive di crescita, dello sviluppo della società e del management. Proprio per questo motivo è necessario tenere ben a mente che vi sono dei benefici ma anche degli svantaggi derivanti dalla decisione di quotarsi in un mercato. Il primo vantaggio riguarda la possibilità di accedere ad un'ampia gamma di opportunità per potersi finanziare, ma in contraccambio la società sarà obbligata a sottostare a degli adempimenti informativi molto più stringenti. Inoltre, si deve considerare l'enorme impatto che questo evento avrà sull'assetto manageriale¹², sui rapporti con i vari fornitori, clienti, dipendenti e istituti di credito, e sull'intera organizzazione aziendale. Andando ad esaminare più nel particolare le motivazioni che spingono le imprese a quotarsi sui mercati borsistici si nota che esse variano a seconda del settore di competenza. Le società possono avere un piano di nuovi progetti o investimenti da finanziare, oppure possono optare per una strategia di acquisizione per avere una crescita più incisiva; o ancora, alcuni membri della famiglia fondatrice possono cercare un'opportunità per diversificare il loro business, oppure affrontare in maniera più agevole un ricambio generazionale.¹³

Quindi, la quotazione risponde a tutte le esigenze appena nominate e di conseguenza rappresenta una scelta fondamentale per il futuro dell'azienda in questione. Ed è proprio per questo motivo che si rivela necessaria la valutazione di questa scelta, a causa di tutte le implicazioni che provoca lo status di società quotata.

Inoltre, la Borsa rappresenta uno strumento fondamentale per competere soprattutto a livello internazionale, stimolando un salto di qualità nella gestione che permette la creazione di valore per i suoi azionisti e offrendo nuove opportunità di accesso al capitale di rischio. Proprio grazie alla creazione di valore si accresce la dimensione del capitale economico dell'impresa intesa come un investimento. Ma non bisogna dimenticare che il maggior valore creato deve essere espresso correttamente dal valore di mercato dell'azienda in toto. Ed è qui che entra in gioco una corretta politica di comunicazione al mercato di quale sia la mission e la vision aziendale.

La decisione, quindi, deve avere delle basi solide su cui sostenersi, in particolare la valutazione deve essere compiuta in modo vigile su tutti gli aspetti dell'attività aziendale, partendo dal management attuale, fino alle sue prospettive di crescita. Ed il tutto deve avvenire solo dopo aver considerato tutte le varie strade

¹² Scott Latham, Michael R. Braun, "To IPO or not to IPO: risks, uncertainty and the decision to go public", *British Journal Management*, 12 Agosto 2010

¹³ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di finanza aziendale", McGraw-Hill Education, settima edizione, 2015

alternative attraverso le quali la società può perseguire i suoi obiettivi. Questi ultimi possono essere così compendiati:

- In primis accrescere e rafforzare le capacità di leadership accrescendo il prestigio e la visibilità dell'azienda, soprattutto a livello internazionale; infatti la quotazione attira parte dei media, il tutto a beneficio dell'immagine della società e dei suoi prodotti o servizi erogati¹⁴;
- Ampliare e diversificare le fonti di credito, per poter effettuare nuovi progetti di investimento o nuove acquisizioni; oltre a mantenere il controllo societario da parte della famiglia proprietaria o del gruppo di soci di controllo, la società si finanzia ad un costo molto basso¹⁵;
- Ottenere una valutazione di mercato che permetta di sapere in qualsiasi momento a quanto ammonta il valore della società per agevolare le offerte successive sul mercato, in modo da poter usare azioni come forma di pagamento per operazioni di acquisizione o di fusione;
- Conseguire delle agevolazioni fiscali, nel caso di quotazione con emissioni di azioni nuove;
- Rendere pubblici e trasparenti gli obiettivi e i risultati ottenuti dal management, e di conseguenza poter sempre comunicare al mercato la propria condizione economico-finanziaria;
- Infine, motivare i dipendenti e i manager con piani di stock option, ovvero andare a creare una proporzionalità diretta tra il successo dell'azienda ed il loro investimento, e quindi influenzando in modo positivo la qualità e la produttività del lavoro; ma anche cercare di attirare personale sempre più qualificato, grazie al migliorato standing della società¹⁶.

Il servirsi del mercato dei capitali dipende dall'insieme dei vantaggi e degli svantaggi che tutte queste operazioni comportano nei confronti dell'azienda e degli stakeholders. Per questo motivo la società deve provvedere a rendere pubbliche tutte le informazioni riguardanti la situazione patrimoniale e finanziaria, la politica dei dividendi in atto e il meccanismo di controllo. Ma per valutare la convenienza dell'ampliamento della base degli azionisti tramite un'operazione di quotazione occorre tener presente i vari rapporti con i differenti portatori di interessi.

Una volta avvenuta la quotazione, la società potrà accedere ad un nuovo canale di finanziamento, al quale potrebbe essere necessario farvi ricorso nelle fasi successive, secondo le varie esigenze che potrebbero originarsi. Ma oltre all'aspetto finanziario, la società deve esaminare una serie di altri elementi.

¹⁴ Franck Bancel, Usha R. Mittal, "Why do European firms go public?", *European Financial Management*, 30 Luglio 2009

¹⁵ Marco Pagano, Fabio Panetta, Luigi Zingales, "Why do companies go public? An empirical analysis", *The Journal of Finance*, Febbraio 1998

¹⁶ "Stock option: cosa sono e come funzionano", *Borsa Italiana*, 22 Marzo 2019

L'indagine deve essere effettuata in modo meticoloso, e il lavoro del "valutatore" non deve basarsi solo sulle variabili endogene, ovvero le vicende interne dell'azienda, ma anche sulle variabili esogene che, in vario modo, sono coinvolte dalla decisione di quotarsi in Borsa. Si tratta di variabili che concorrono ad incentivare o a scoraggiare la decisione, che riguardano sia le caratteristiche dell'azienda sia il contesto circostante nel quale opera. Infatti, le conseguenze che conseguono all'ingresso in Borsa di un'azienda riguardano tutti gli aspetti organizzativi, competitivi e sociali¹⁷.

Tra i vari vantaggi economici va segnalata la possibilità di instaurare un canale diretto con il mercato, per cercare di garantire una raccolta di capitali diversificata sia in termini quantitativi, riducendo la dipendenza dal sistema creditizio, sia in termini qualitativi, riducendo l'indebitamento e il rischio. Tutto quest'afflusso di denaro fresco è necessario al riequilibrio della struttura economico-finanziario, andando a promuovere la realizzazione di un rapporto più adeguato tra indebitamento e capitale proprio¹⁸.

Molto volte, in operazioni quali nuovi investimenti o acquisizioni, si ha l'esigenza di agire il più velocemente possibile e disporre in tempi brevi di ingenti somme di capitali; la quotazione permette questa operazione, soprattutto in momenti in cui non è sufficiente la disponibilità dei vecchi azionisti, oppure semplicemente perché non hanno intenzione di usare altro capitale proprio. Invece, il credito bancario deve essere usato il meno possibile per evitare di incidere in modo negativo sull'equilibrio finanziario dell'impresa¹⁹.

Oltretutto, il processo di quotazione aumenta il prestigio, la capacità di leadership e la visibilità della società, andando a rafforzare in maniera indiretta la posizione competitiva nel settore di appartenenza. Tutto ciò deriva anche dall'intervento dei media, della stampa specializzata e dall'attenzione prestata dagli analisti, e l'operazione in toto può essere vista come una sorta di pubblicità gratuita, che innesca un effetto marketing molto forte da non sottovalutare. Le considerazioni appena elencate valgono specialmente per le imprese che hanno numerosi contatti con i mercati esteri, dove assumono particolare importanza la pubblicazione dei vari bilanci e l'esistenza di organismi pubblici preposti al controllo delle società quotate²⁰.

¹⁷ "Guida alla valutazione", Borsa Italiana

¹⁸ Thomas J. Chemmanur, Shan He, Debarshi K. Nandy, "The going-public decision and the product market", *The review of financial studies*, 4 Dicembre 2009

¹⁹ Ugur Celikyurt, Merih Selivir, Anil Shivdasani, "Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs", *Journal of financial economics*, 3 Giugno 2010

²⁰ Timothy G. Pollock, Guoli Chen, Eric M. Jackson, Donald C. Hambrick, "How much prestige is enough? Assessing the value of multiple types of high-status affiliates for young firms", *Journal of business venturing*, Gennaio 2010

Spostandoci dalla parte degli azionisti, i loro vantaggi possono essere così riassunti: mantenimento del controllo, liquidità del titolo e monetizzazione della propria quota. Riguardo il primo vantaggio, il quale riguarda solo il gruppo di controllo, possiamo affermare la possibilità di mantenere il controllo stesso con tutti i vari benefici, riducendo contemporaneamente il proprio immobilizzo finanziario. Il secondo vantaggio riguarda la possibilità di liquidare il titolo, ovvero di venderlo sul mercato; questa operazione sarà sempre sicura e certa perché il prezzo dei titoli di una società quotata è rilevati quotidianamente. Infine, il vantaggio più importante per gli azionisti consiste nella possibilità di rendere fungibile il loro investimento in azioni in modo rapido, consentendo una diversificazione del loro patrimonio²¹.

Parimenti ai vantaggi che la scelta strategica di quotarsi in un mercato regolamentato comporta, esistono alcuni fattori negativi che devono essere vagliati prima di intraprendere questo processo.

Uno degli svantaggi più consistenti riguarda l'influenza del mercato: l'impresa neo quotata diventa un soggetto altamente influenzabile dall'andamento del mercato. Infatti, anche se l'impresa dovesse essere gestita nel modo migliore possibile, ci sono alcuni fattori che rimangono al di fuori del controllo del management, che possono colpire il benessere societario. Possono presentarsi attività speculative o delle fluttuazioni dovute ad un andamento del mercato azionario, le quali potrebbero portare ad un abbassamento del prezzo delle azioni. L'impresa diventa in sostanza molto più dipendente da avvenimenti esterni ad essa, che colpiscono il mercato e tutti i suoi membri. Di conseguenza, il prezzo potrebbe essere inferiore rispetto all'oggettivo valore dell'azienda²².

Un altro svantaggio riguarda il sostenimento dei costi di tutto il processo, sia in fase di preparazione che successivamente²³. Si possono individuare due tipi di costi: quelli diretti e quelli indiretti. Per i costi diretti si fa riferimento alle spese che deve sostenere l'emittente, soprattutto per ricompensare tutti gli attori coinvolti nell'intero processo, come le commissioni di vendita, la spesa legale, i costi di transazione, il tempo speso per preparare il tutto e le underwriting fees. Invece i costi indiretti sono spese da sostenere in seguito alla quotazione relativa a nuovi servizi da offrire ai soci, di moral hazard riguardanti i manager e i rischi di perdita di competitività. Oltre a questi bisogna cercare di mantenere un flusso ininterrotto di documenti da divulgare

²¹ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, "Istituzioni e mercati finanziari", Pearson editore, nona edizione, Settembre 2019

²² Francis X. Diebold, Kamil Yilmaz, "Macroeconomic volatility and stock market volatility", National bureau of economic research, Agosto 2008

²³ Jay R. Ritter, "The costs of going public", University of Michigan, Division of Research, Gennaio 1987

al pubblico, come i bilanci annuali e semestrali, ma anche comunicazioni ufficiali e documenti che bisogna rendere sempre accessibili ai soci²⁴.

1.3) FASI DELLA QUOTAZIONE

Il processo di quotazione di un'azienda è un processo molto lungo e complesso. In questo paragrafo si analizzeranno le varie fasi del processo e tutti i soggetti che sono coinvolti, in modo da capire e sintetizzare i vari compiti e le difficoltà che determinano il fallimento o il successo di un'impresa nel periodo post quotazione. L'intero processo è composto da vari steps, i quali identificano i passaggi della catena di creazione del valore, poiché è proprio questo ciò a cui punta una società che intende accedere al mercato borsistico.

Anche se esistono diverse tipologie di IPO, le varie fasi di cui si compongono e gli attori che vi intervengono sono simili nei vari casi. Alcune differenze evidenti sono dovute all'evoluzione tecnica nelle modalità dei prezzi dei vari titoli offerti, cercando di minimizzare la possibilità di collocare le azioni ad un valore diverso rispetto a quello attribuito loro dal mercato²⁵.

Entrando nelle fasi del processo vero e proprio, si evidenzia il fatto che il tutto inizia con un'attività attraverso la quale si decide se intraprendere o meno questo percorso. La decisione viene presa dai proprietari dell'azienda e dal management, sulla base di un'analisi costi benefici basata sulla quotazione stessa. Per evitare di scegliere un percorso che potrebbe portare l'azienda in cattive acque, il management si avvale del supporto di una figura esterna, ovvero un consulente strategico di fiducia, che ha alle sue spalle esperienza e di conseguenza competente in materia, chiamato advisor²⁶. Oltre a questa figura, vi sono altri soggetti che studiano e consigliano la fattibilità o meno dell'operazione in questione, andando ad analizzare i punti di vista legale, fiscale e statutario.

Quando questa prima fase rilascia come risultato una risposta positiva, lo step successivo riguarda la scelta di tutti gli attori che poi dovranno intervenire nelle fasi seguenti del processo. Alcune volte un soggetto

²⁴ Alessandra Puato, "Costi e governance il primo ostacolo alla quotazione in Borsa delle PMI", Corriere della Sera, 30 Ottobre 2017

²⁵ Mauro Introzzi, "IPO, il collocamento in Borsa", www.soldionline.it

²⁶ Glossario finanziario di Borsa Italiana

potrebbe ricoprire più di un ruolo, che verrà presentato in maniera distinta. Oltre all'advisor, vi è l'underwriter, ovvero la società che agirà come sottoscrittrice, che svolgerà un triplice ruolo: offrire alla società una consulenza legale e finanziaria, comprare l'emissione, e infine la rivendita al pubblico²⁷. Vi è poi il global coordinator, il quale coordina tutti gli aspetti del processo di quotazione e dell'offerta, ed è responsabile della gestione e selezione dei membri del consorzio di collocamento e del coordinamento delle attività dei consorzi durante il periodo dell'offerta²⁸. Un altro soggetto è lo specialist, che ha il compito di sostenere la liquidità delle azioni sul mercato. Infine, vi è lo sponsor, ovvero un intermediario a cui spetta il compito di accompagnare la società emittente nell'iter di quotazione, garantirne l'affidabilità del business plan e agevolare i contatti con gli analisti e i vari investitori.²⁹

La nomina di tutti questi soggetti è il primo aspetto di vitale importanza, poiché saranno loro che dovranno fare in modo che il tutto volga in maniera favorevole all'emittente. Questi soggetti inoltre devono essere attori di assoluta competenza e professionalità, ma allo stesso tempo devono infondere fiducia alla società, in modo che quest'ultima possa dar loro pieni poteri di gestione nel processo, facendo quindi totale affidamento su di loro.

Ovviamente la nomina di questi soggetti comporta un esborso considerevole per la società, ed il loro costo è una delle principali voci dei costi diretti dell'intera operazione. Di conseguenza, la nomina dei vari attori diventa un aspetto importante da non sottovalutare.

Proseguendo nel processo di quotazione, ci si imbatte nella pianificazione delle attività e delle fasi da seguire, dove si assegna ad ogni soggetto e elemento un compito con delle relative responsabilità. La differenza con la fase precedente consiste nel fatto che qui il management aziendale lavora insieme ai vari consulenti appena nominati, componendo di fatto un team che seguirà tutto il processo di quotazione.

Dopo questi primi steps, verrà eseguito il processo di due diligence. In questa fase bisognerà svolgere una serie di attività, capitanate dai vari consulenti coinvolti, dirette all'attività di indagine, ovvero effettuare una conoscenza approfondita di tutta la società, analizzando tutti i vari profili, passando da quello legale fino a quello economico, al fine di verificare se effettivamente è possibile realizzare la quotazione. L'output di

²⁷ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di finanza aziendale", McGraw-Hill Education, settima edizione, 2015

²⁸ Argomenti Sole 24 ore, 26 Febbraio 2016

²⁹ https://www.assolombarda.it/fs/2010341568_183.pdf

questo processo sarà la redazione di un documento con tutte le informazioni relative all'emittente e alle strategie che intende adottare in un prossimo futuro, che sarà poi disponibile a tutto il mercato.

La fase di due diligence è molto complicata poiché vede coinvolti tutti i vari consulenti fiscali, legali e la società di revisione, ma soprattutto richiede una massiccia collaborazione tra la struttura organizzativa e il management della società, con il fine di agevolare il rinvenire delle varie informazioni necessarie. Non vengono analizzate solo le caratteristiche dell'azienda che intende quotarsi, ma anche le decisioni relative all'operazione stessa, che influenzeranno la totale procedura.

In questo momento diventa necessario decidere su quale mercato si ha intenzione di effettuare la quotazione, se sul mercato locale, su uno straniero o su entrambi. Sostanzialmente la scelta del mercato per un'azienda decisa ad intraprendere questo processo si basa su due principi, ovvero la valutazione del segmento in cui intende sbarcare e delle proprie caratteristiche, non tralasciando gli obblighi istituzionali. Per esempio, il mercato italiano è composto da vari listini, dove le società possono quotarsi in base alle loro caratteristiche. L'MTA è dedicato solo ed esclusivamente alle grandi società, che hanno un business stabile ed hanno la capacità di generare parecchi utili, che operano in un mercato maturo dove occupano una quota abbastanza elevata³⁰.

La fase successiva è denominata pre-marketing, seguita subito dall'attività di road show. Nella prima il global co-ordinator e l'underwriter avviano una serie di contatti con i vari investitori istituzionali, chiedendo loro di manifestare il loro interesse verso il titolo, comunicando il quantitativo che sono disposti ad acquistare ed il prezzo al quale sarebbero propensi a farlo. In questa fase gli investitori svolgono un ruolo cruciale, perché possono manifestare le loro percezioni, negative o positive che siano, e i loro dubbi riguardo l'IPO, mentre le banche responsabili del collocamento possono individuare i candidati ideali per i quali è necessario un incontro one-on-one³¹. La raccolta di questi dati consente di effettuare alcune modifiche alle caratteristiche dell'operazione, soprattutto per quanto riguarda l'intervallo di prezzo di partenza, il quale è influenzato anche dai risultati recenti della società, dalle sue prospettive di crescita, dalle aspettative degli azionisti esistenti, dalla presenza di altre emissioni nello stesso periodo e il metodo di valutazione dell'emittente in questione.

Finita questa operazione, prima dell'emissione dei titoli, inizia la fase di road show. In questa fase avvengono una serie di incontri formali, dove vengono presentate le caratteristiche dell'operazione e della

³⁰ MTA, Borsa italiana

³¹ "Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia", Lovells

società emittente agli investitori, alla stampa e agli analisti, con il fine di suscitare interesse verso l'operazione in questione. Qui il management dovrà sostenere un grande dispendio di energia in termini di tempo e sforzi comunicativi, per cercare di influenzare positivamente il prezzo dell'offerta³².

Dopo il road show, l'underwriter e il global co-ordinator raccolgono tutti gli ordini e le manifestazioni di interesse all'acquisto da parte degli investitori, nei confronti dei titoli offerti. Questa fase è chiamata book-building. In questo step si giunge ad una determinazione ancora più precisa del prezzo di collocamento dei titoli, e il tutto termina con la decisione relativa all'offer price definitivo, dove le azioni vengono assegnate a chi ne ha espresso volontà. In genere, il prezzo massimo oltre il quale quello definitivo non può andare viene annunciato al mercato un paio di giorni prima. Il book-building in sostanza ha lo scopo principale di fissare un prezzo che sia il più vicino possibile alle aspettative espresse dagli attori di mercato, attraverso la registrazione degli ordini potenziali espressi da parte di alcuni investitori istituzionali³³. Bisogna però fare attenzione di non correre il rischio di fissare un prezzo troppo elevato, che potrebbe far fuggire gli investitori dall'offerta, ma nemmeno troppo basso, con il pericolo di applicare uno sconto involontario sulle azioni, rispetto al valore che il mercato gli attribuisce. La determinazione dell'offer price definitivo viene definita come price revision, in quanto viene considerata come una sorta di revisione del prezzo, ed è chiaro che potrà assumere un segno positivo o negativo, in base al fatto che gli operatori del mercato abbiano espresso un sentiment positivo o negativo sull'IPO. Ricapitolando, si può affermare che la procedura di determinazione del prezzo di collocamento è cruciale per i presupposti per il buon esito dell'operazione di quotazione.

Con la conclusione dell'operazione di book-building, si procede verso le fasi dell'offerta vera e propria. L'ultimo passo da compiere è quello dello sbarco su un dato listino borsistico. L'inizio di tutte le negoziazioni segna il termine della procedura di IPO e rappresenta l'atto conclusivo della pratica di ammissione al mercato. L'andamento durante il primo giorno di scambi è fondamentale per determinare il successo o l'insuccesso di un'operazione di questo tipo. Quando si è a conoscenza del primo prezzo ufficiale, si confronterà quest'ultimo con l'offer price per giudicare la buona riuscita di un'IPO. Il parametro in considerazione è denominato underpricing, che verrà analizzato nel prossimo capitolo e sarà fondamentale anche nella descrizione della società oggetto di questo studio.³⁴

³² Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di finanza aziendale", McGraw-Hill Education, settima edizione, 2015

³³ Anand Rawani, "What is book building?", The Economics Times, 9 Agosto 2009

³⁴ Tutte le fasi di IPO sono state approfondite con questo articolo: Camozzi & Bonisconi Studio Legale e Tributario, 2006, "Il Processo di Quotazione: profili giuridici, fiscali ed organizzativi"

2.1) L'EVOLUZIONE DELL'UNDERPRICING

Nella prima parte dello studio si è approfondito tutti gli aspetti riguardanti la Borsa, partendo dalle sue origini fino ai giorni nostri, e si sono analizzati i motivi che spingono una società a quotarsi in un mercato regolamentato, osservando i vari vantaggi e svantaggi. Infine, nell'ultima parte del primo capitolo si sono studiate le singole fasi del processo di quotazione, andando anche ad esaminare tutti i vari soggetti che svolgono un ruolo predominante nella determinazione del valore aziendale.

In questa seconda parte dello studio, si analizzerà il fenomeno denominato underpricing, presente in quasi tutte le quotazioni, andando ad esaminare la sua evoluzione e alcune delle principali teorie che hanno tentato di spiegare tale fenomeno.

Bisogna però fare una precisazione iniziale: il suddetto fenomeno si presenta in vari modi a seconda del tipo di mercato esaminato o di società e titolo considerato, e di conseguenza non tutte le teorie sono applicabili o non trovano una valida spiegazione in merito alle fluttuazioni del prezzo del titolo nel primo giorno di quotazione.

Detto ciò, partiamo specificando che cosa si intende precisamente con il termine underpricing: è la differenza, di solito positiva, tra il primo prezzo ufficiale di Borsa di un qualunque titolo rispetto a quello d'offerta dello stesso, al termine del primo giorno di contrattazioni.³⁵ Le radici di questo fenomeno risalgono a circa un secolo fa, quando la sua esistenza fu provata in Germania da Wodrich e Schlag prima dello scoppio del primo conflitto mondiale³⁶; ma nonostante fosse noto già da quest'epoca, soltanto verso la fine del ventesimo secolo si è iniziato a formulare varie teorie circa la sua esistenza e perché si verificasse. Ma, economicamente parlando, che cosa rappresenta l'underpricing? La locuzione che lo definisce perfettamente è "money left on the table", letteralmente "lasciare soldi sul tavolo"³⁷; andando più nel dettaglio, si intende il

³⁵ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di finanza aziendale", McGraw-Hill Education, settima edizione, 2015

³⁶ Wodrich A., Schlag C., "Has There Always Been Underpricing and Long-Run Underperformance? - IPOs in Germany Before World War I"

³⁷ Chiamata anche "maledizione del vincitore"

fatto che la società che si è appena quotata, sperimenta un rialzo del prezzo dei suoi titoli, rispetto a quello col quale erano stati offerti, ovvero sperimenta una perdita poiché poteva offrire i suoi titoli ad un prezzo più elevato e di conseguenza raccogliere più capitali. Il danno però non lo subisce solo l'azienda, ma anche l'underwriter poiché si è dimostrato non essere in grado di quantificare il reale valore dell'impresa.

Il primo studioso che prese seriamente in considerazione il fenomeno dell'underpricing fu Ibbotson nel 1975, il quale formulò l'esistenza dei, così denominati, "hot issue markets".³⁸ Con questo termine si qualificano i periodi in cui il rendimento a un mese di nuove aziende, che hanno appena affrontato il processo di quotazione, risulta elevato. In sostanza lo studioso nota che vi è un aumento del numero di nuove quotazioni, poiché seguono la positività del mercato. Per confermare questa ipotesi, Ibbotson analizza le offerte di pubblico acquisto nel periodo tra il 1960 e il 1970, selezionandone una al mese in modo casuale. Il risultato di questa analisi è che in media il rendimento aumenta di circa l'11% nel primo mese. Un'altra rilevazione importante riguarda gli investitori: questi concentrano i loro acquisti nei mesi in cui i rendimenti attesi sono molto positivi.

Vi è però uno studio del 1986 di Rock, considerato uno degli studi più importanti riguardante il fenomeno dell'underpricing, che spiega come questo fenomeno sia in gran parte causato dalle asimmetrie informative. Lo studioso afferma che nel mercato sono presenti due tipologie di investitori: quelli informati, i quali sanno esattamente qual è il true value dell'azione, e quelli non informati, che non sono al corrente del true value dell'azione. Ora, supponendo che si presentino sul mercato un certo numero di IPO, gli investitori non informati faranno domanda per tutte le varie IPO, mentre quelli informati faranno domanda solo nel momento in cui ritengono che il prezzo dell'offerta sia conveniente rispetto al valore. Tutto questo meccanismo, fa notare lo studioso, causa l'underpricing per quasi tutti i titoli, poiché gli investitori non informati faranno domanda per qualunque titolo, facendone di conseguenza aumentare il prezzo.³⁹

Sempre nello stesso anno, J. Ritter evidenzia una relazione tra l'underpricing e l'incertezza, ritenendo che più alta è l'incertezza sull'azienda in questione, più alto sarà il rischio per i vari investitori poco informati di incorrere nella "maledizione del vincitore", ed è per questo motivo che per convincere e incentivare gli investitori a partecipare all'operazione sarà necessario un underpricing ancora più alto.⁴⁰

³⁸ Ibbotson R. G., "Price performance of common stock new issues", 1975, Journal of financial economics

³⁹ Rock K., "Why new issues are underpriced", 1986, Journal of financial economics

⁴⁰ Ritter J., "Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings", 1986, Journal of financial economics

Un'altra analisi, effettuata da Fabrizio Stefano del 1999, porta grosso modo allo stesso risultato di Ibbotson. Lo studioso italiano riscontra una ciclicità, poiché i momenti di espansione del mercato portano ad un aumento della quantità di numero delle quotazioni e viceversa. Analizzando il periodo tra il 1988 e il 1998, Fabrizio rivela un valore medio di underpricing di circa 11%, un dato perfettamente in linea con quello proveniente da studi esteri che aveva consultato prima di iniziare il suo studio.⁴¹

Prendendo in esame un altro punto di vista, uno studio relativo all'underpricing su due altri mercati, quello inglese e quello francese, si deve grazie a Filatotchev, Wright e Chahine. Nel 2007 raccolgono i dati provenienti da tre diversi documenti: l'AMF (Autorità de Marchés Financiers) per il mercato francese, e l'LSE (London Stock Exchange, listino di borsa di Londra) e l'AIM Market Statistics per il mercato del Regno Unito. Analizzando un totale di oltre 400 IPO, tale studio mette in evidenza come l'underpricing medio sia di circa il 18%.⁴²

Un altro modello, che cerca di dare una spiegazione all'underpricing, è l'Information Gathering, sviluppato nel 1989 da Spindt e Benveniste. Il punto focale di questo modello paradigma riguarda l'asimmetria informativa esistente tra i vari investitori e l'underwriter.⁴³ Questo accade quando la società emittente e l'underwriter stesso non definiscono un unico reale valore dell'impresa in procinto di quotarsi, chiedendo agli investitori istituzionali durante la fase del road show l'ammontare dei titoli che intendono acquistare e a che prezzo. In questo modo l'emittente fissa il prezzo più consono ai suoi obiettivi, operando contemporaneamente una revisione del prezzo che rispecchi le varie informazioni raccolte. Qui però l'underpricing assume due significati, dove da un lato si rivela un premio per gli investitori "informati", i quali hanno fornito informazioni a tutti i soggetti coinvolti durante la fase di pre-selling, ma dall'altro lato si rivela come uno sconto sui titoli offerti. Questo sconto potrebbe essere usato come uno strumento nelle mani dell'intermediario, il quale può influenzare gli investitori a rilasciare tutte le notizie a loro note. Più le informazioni saranno difficili da reperire, più sarà alta la ricompensa dell'azienda, inteso come uno sconto sui titoli.

⁴¹ Fabrizio S., "L'underpricing" degli IPO italiani: il ruolo degli "underwriters", dei prospetti informativi e degli analisti", 1999

⁴² Filatotchev I., Chanine S., Wright M., "Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments", Strategic management journal, 2010

⁴³ Benveniste, Lawrence M. and Paul A. Spindt, "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues", Journal of Financial Economics, 1989

Nel corso dello scorso secolo, si è anche analizzata la questione del prestigio dell'underwriter, che potrebbe influenzare non poco il fenomeno dell'underpricing. Shaw e Michaely nel 1994 hanno osservato che il ricorso di una società ad un underwriter di prestigio, dovrebbe offrire garanzie agli investitori, assicurandoli sul fatto che l'impresa quotanda fosse di qualità.⁴⁴ In realtà si è osservato che la maggior parte degli underwriter di prestigio cerca di usare questo potere a livello contrattuale, applicando un livello di underpricing maggiore sui titoli dell'IPO, in modo tale che l'operazione da loro seguita diventi più interessante per gli investitori attraverso questo metodo. L'underwriter può godere di risultati personali grandiosi, i quali sono correlati al successo dell'offerta. Questa operazione consente all'underwriter di mantenere il suo status di top underwriter verso gli investitori. Quali le possibili conseguenze? Purtroppo, gli investitori potrebbero decidere di partecipare a determinate IPO solo perché un top underwriter è stato scelto dall'azienda quotanda, senza andare alla ricerca di informazioni sulla stessa. Su questo stesso tema, uno spunto di riflessione è offerto sempre da Ibbotson, il quale sostiene che i top underwriter utilizzino questo metodo per lasciare un "good taste in investor's mouth" in vista delle nuove operazioni da gestire. In conclusione, si può affermare che più un underwriter è di prestigio, più applicherà dei grossi sconti sul prezzo dei titoli in modo da aumentare il numero degli investitori interessati all'operazione, comportandosi come una sorte di influencer.

Un altro tipo di approccio, molto recente, deriva dallo studio di Van Der Meer e Strauß del 2017, i quali analizzano l'influenza dei nuovi media sul valore delle azioni, prendendo in esame 50 IPO avvenute in Germania tra il 2011 e il 2015, e andando alla ricerca di tutti gli articoli di giornale che riguardassero le suddette operazioni.⁴⁵ Oltre a ciò, i due studiosi hanno diviso l'interesse mediatico in due categorie: l'informazione viene resa pubblica almeno sei giorni prima della quotazione, l'informazione viene resa pubblica il giorno prima della quotazione. Prendendo spunto dal modello di Rock del 1986,⁴⁶ il quale divide gli investitori in coloro che sono informati e gli investitori medi che non possiedono abbastanza informazioni sull'IPO, notano che la diffusione di notizie da parte dei media potrebbe influenzare l'opinione di alcuni investitori, mentre altri otterrebbero informazioni grazie al road show. I media, di conseguenza, potrebbero far diventare "informati" anche gli investitori non al corrente di determinate notizie, e quindi far aumentare il prezzo delle azioni a causa dell'elevata domanda. Però sorge spontaneo un interrogativo: perché fare una differenza tra sei giorni prima e un giorno prima della quotazione? Tra i risultati si nota che, se i media divulgano le notizie sei giorni prima, il livello di underpricing sarà inferiore, mentre se le informazioni

⁴⁴ Michaely and Wayne H. Shaw Source: The Review of Financial Studies, "The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories", Roni, 1994

⁴⁵ Strauß, N., e Van der Meer, T., "News media coverage and initial public offering in Germany: explaining flotation performance", Corporate Communications: An Internal Journal, 2017

⁴⁶ Rock K, "Why New Issues Are Underpriced", Journal of Financial Economics, 1986

vengono divulgate il giorno prima, il livello sarà molto più alto. Il motivo è molto semplice: il tutto avviene perché se la notizia è divulgata il giorno prima, si viene a creare un elevato livello di incertezza tra tutti gli investitori, poiché non hanno il tempo materiale di poter immagazzinare e analizzare tutte le situazioni, e di conseguenza alcuni investitori potrebbero agire di impulso semplicemente seguendo i loro “colleghi”, aumentando il livello di underpricing. Il contrario avviene se la notizia è resa pubblica sei giorni prima, poiché vi è il tempo per poter effettuare tutte le analisi necessarie. Da ciò ne deriva che alcuni investitori potrebbero farsi indietro, e, con la diminuzione della domanda, si ha un abbassamento del livello del prezzo delle azioni.

Prima di addentrarsi in un particolare filone di teorie riguardanti l’underpricing, è opportuno vedere dove si presenta in modo più intenso il suddetto fenomeno.

Lo studio di Loughran,⁴⁷ il quale cerca di racchiudere in un unico lavoro tutti i dati relativi alle varie IPO, in un periodo compreso tra il 1960 e il 2011, permette di effettuare un’analisi incrociata dei vari dati. Il fenomeno è presente ovunque ma in alcune aree geografiche spicca di più. Soprattutto spiccano i dati di tre paesi: Cina, Giordania e Arabia Saudita, con rispettivamente 137,4%, 149% e 264,5%. Ci si concentrerà sull’ultimo dato, quello relativo all’Arabia Saudita, poiché anche la società Saudi Aramco ha deciso di quotarsi sul mercato domestico, registrando un balzo del 10% il primo giorno di quotazione, il massimo consentito dal listino Tadawul della Borsa di Riad, il quale ha imposto una banda di oscillazione compresa tra +10% e -10%.

⁴⁷ Loughran, T., Ritter J.R., Rydqvist, K., “Initial public offerings: International insights”, Pacific-Basin Finance Journal, 2012

2.2) LE TEORIE ISTITUZIONALI

Il filone di teorie che si andrà ad analizzare non è considerato come uno dei più rilevanti ed influenti in termini di underpricing. Il motivo di questa forte affermazione deriva dal fatto che queste teorie hanno una portata limitata; in sostanza in questo particolarissimo scenario ciò fa da filtro è l'aspetto geografico. Due stati in particolare, Stati Uniti e Svezia, hanno fornito la base di partenza per la formulazione di queste teorie.

Va però ricordato che l'Arabia Saudita, paese nel quale ha deciso quotarsi l'azienda protagonista di questo studio, è una nazione molto particolare sotto vari punti di vista, quali il sistema politico, la libertà di stampa e la società. Proprio per questo motivo, solo una delle teorie istituzionali potrebbe riuscire a spiegare del perché dell'underpricing di Saudi Aramco.

In questa classe di teorie è opportuno effettuare un'altra declinazione a seconda di ciò che si prende in considerazione nel mercato di riferimento. Nel particolare sono tre le caratteristiche che si analizzeranno:

- 1) Il vantaggio fiscale che deriva dal fatto di aver effettuato un sotto-prezzamento dei titoli;
- 2) Il cercare di stabilizzare il prezzo delle azioni nella fase subito dopo l'IPO;
- 3) Il rischio che l'impresa quotanda venga citata in giudizio proprio dai suoi stessi investitori.

2.2.1) TEORIE SUL VANTAGGIO FISCALE

Nelle teorie che basano la loro spiegazione sul vantaggio fiscale, la posizione geografica ha un ruolo molto importante. Infatti, non sempre accade lo stesso in tutti i contesti, e non sempre l'impresa riesce ad ottenere un vantaggio fiscale dal sotto-prezzamento dei suoi titoli.

Questa teoria fu proposta inizialmente nel 1997 da Rydqvist, analizzando il mercato della Svezia.⁴⁸ Come mai proprio questo paese scandinavo? In questo paese dall'inizio degli anni 80, il governo decise di introdurre un'imposizione fiscale piuttosto elevata sul reddito da lavoro, che andasse a colpire il capital gain. In questo modo alle imprese svedesi cercarono di trovare un'alternativa per retribuire i propri dipendenti. Si optò di usare il metodo della distribuzione di "appreciating asset". In sostanza le imprese sostituirono il

⁴⁸ K. Rydqvist, "Journal of Banking & Finance", 1997, Elsevier

classico salario, il quale era caratterizzato da un'elevata pressione fiscale, con questi asset che potevano essere rivenduti nel mercato dei capitali.

Proprio per questo motivo si cercò una fonte di retribuzione alternativa. Si scelse volutamente di sottoprezzare i titoli in fase di IPO, e le azioni furono allocate seguendo un filo: dall'emittente ai suoi stessi dipendenti. Ma questo incentivo di retribuzione scomparve nel nulla poiché il governo svedese impose un'altra tassa, la quale andava a colpire proprio il guadagno derivante da queste "underpriced shares".

Un'altra situazione simile venne rilevata e analizzata da Taranto nel 2003,⁴⁹ ma il mercato di riferimento fu quello americano. Negli USA i dipendenti e i vari manager in possesso di stock options, ovvero retribuzioni tramite azioni, erano soggetti a due turni di imposizione fiscale: prima erano tassati sulla differenza tra lo strike price ed il fair market value proprio nel momento di esercizio dell'opzione, dopo nel momento in cui decidevano di vendere l'azione, dove la tassa era calcolata sul capital gain dato dal delta tra il fair market ed il prezzo di vendita. Considerando che le imposte su capital gain erano inferiori all'income tax, i vari manager cercavano di ottenere un fair market value basso. Va però ricordato che il sistema fiscale statunitense anziché considerare il prezzo effettivamente prevalente sul mercato, considera l'offering price dell'IPO come un'approssimazione del fair market value nel caso delle opzioni esercitate insieme ad un'IPO. Per questo motivo i manager hanno sottoprezzato le loro stesse shares. Taranto analizza anche che vi è una correlazione positiva tra le imprese che avessero effettuato un IPO sottoprezzata e le employee stock options allocate: più erano alte queste ultime più l'impresa cercava di sottoprezzare le sue azioni.

2.2.2) PRICE STABILIZATION THEORIES

In questa sezione dello studio si analizzerà cosa potrebbe succedere nel periodo post IPO, nel particolare si guarderà l'attività di stabilizzazione del prezzo azionario.

Una particolare forma di attività con lo scopo di stabilizzare il prezzo nell'aftermarket è conosciuta nella letteratura finanziaria con il nome di syndacate covering transaction: tuttavia quello che si vuole far capire è che di solito, dopo l'ammissione delle azioni nel listino ufficiale, l'underwriter deve cercare di supportare l'andamento del prezzo dei titoli con varie operazioni, tipo il buyback azionario: questo strumento dovrebbe permettere di non far scendere il prezzo dei titoli al di sotto di una soglia. Ma in realtà da questa

⁴⁹ Taranto, Mark A., "Employee Stock Options and the Underpricing of Initial Public Offerings", 2003

semplice attività di supporto è nato un nuovo filone di teorie riguardanti l'underpricing: le Price Stabilization theories.

Una studiosa in particolare è stata la figura di riferimento per gettare le fondamenta di queste teorie: Ruud nel 1993 pubblicò un paper⁵⁰ dove sosteneva che le IPO non fossero sottoprezzate per volere dell'impresa quotanda, ma che il prezzo dipendesse dall'attività di stabilizzazione, la quale era messa in atto da vari soggetti coinvolti. La studiosa cercò di spiegare che i vari dati raccolti attraverso un'operazione di statistica fossero differenti, e che la colpa era da imputare all'attività stabilizzatoria del prezzo, ed in particolare rilevò una distribuzione dell'underpricing return simmetrica attorno a valori nulli invece che positivi.

Ora si cercherà di capire che cosa ha cercato di affermare Ruud. Secondo l'autrice vi è la possibilità che il market value atteso possa subire un tracollo nell'aftermarket, il quale rendeva obbligatorio e necessario l'intervento di alcuni soggetti per cercare di supportare un trend di prezzo positivo. Ma proprio questo intervento esterno poteva falsare la distribuzione portandola ad essere asimmetrica. In sostanza essa sottolineava che i valori registrati non rappresentavano gli effettivi return attesi, ma solo una media che era condizionata dall'intervento da parte degli underwriter per cercare di stabilizzare il prezzo.

Ma questa teoria venne demolita da degli studi successivi condotti da Benveniste (1997),⁵¹ dove spiega che in realtà l'attività esterna degli underwriter serviva per ridurre l'underpricing e non era una causa che faceva lievitare quest'ultimo. Benveniste sosteneva che l'underwriter che cercava di stabilizzare il prezzo delle azioni fosse una mossa utilissima per allineare gli interessi dell'emittente, degli investitori e dell'underwriter stesso. In sostanza questo meccanismo imponeva agli underwriter di comportarsi in maniera corretta nella fase di price setting, impedendogli di sfruttare il loro potere: Benveniste infatti sosteneva che in fase di pricing, l'underwriter poteva tranquillamente applicare un prezzo eccessivamente alto, mettendo da parte le opinioni raccolte dagli investitori. Ma questi potevano anticipare questa situazione, cercando di non fornire tutte le opinioni durante l'information gathering: tuttavia, a causa del vincolo da parte degli underwriter di supportare la società in sede di post IPO, non era assolutamente nell'interesse degli stessi di sovrapprezzare i titoli, poiché ci avrebbero rimesso con il proprio capitale.

⁵⁰ Ruud J. S., Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle, *Journal of Financial Economics*, 34, 135-151

⁵¹ Benveniste L. M., "Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs", 1997

2.2.3) LITIGATION RISK THEORIES

In quest'ultimo filone di teorie, l'underpricing viene interpretato come uno strumento in mano alle imprese, per cercare di ridurre le probabilità che le stesse imprese vengano citate a giudizio dai loro stessi investitori a causa di una bad performance nel periodo post IPO. Il fenomeno venne studiato da Logue e Ibbotson, definendolo come una sorta di forma di assicurazione adottata dall'impresa, e per questo motivo fu coniato l'appellativo di Legal Insurance.

Seconda questa teoria, sia l'underwriter che la società quotanda avevano timore di una sottospecie di ritorsione da parte dei loro stessi investitori, qualora fossero insoddisfatti delle performance post IPO. L'arma in mano agli investitori era quella di poter affermare che le informazioni divulgate attraverso il prospetto finale, non fossero sufficienti e complete, ma addirittura ingannevoli e fraudolenti. In particolare, questa prassi era parecchio diffusa nel mercato statunitense. Un esempio è il caso Linux del 1999: da un prezzo di collocamento di circa \$30, si arrivò a circa \$300 nel primo giorno di contrattazione. Ma in appena due anni ci fu lo scoppio della bolla speculativa della dot economy e il valore delle azioni di Linux scese a meno di \$2. Gli investitori citarono in giudizio i sottoscrittori accusandoli del fatto che il prospetto informativo fosse incompleto e ingannevole.

Uno studio condotto da Lowry e Shu nel 2002,⁵² rilevarono che in un periodo compreso tra il 1988 e il 1995 circa il 6% delle IPO nel mercato americano furono citate in giudizio dagli investitori: le suddette società subirono una perdita di circa il 13% dei guadagni ottenuti attraverso la quotazione in Borsa. Ma ci furono altri studiosi, quali Tinic (1988)⁵³ e Hensler (1995)⁵⁴ che sono considerati gli autori più importanti di questo filone, i quali affermarono che l'underpricing poteva essere un eccellente strumento in mano all'emittente per difendersi dal rischio contenzioso, detto Litigation Risk.

Ma l'underpricing, come già affermato in precedenza, corrisponde ad una perdita per l'impresa emittente, poiché se avesse alzato l'offering price avrebbe evitato di "lasciare dei soldi sul tavolo". Quindi perché effettuare questa operazione? Il motivo sostanzialmente risiede nel fatto che alcune aziende preferiscono interpretare l'underpricing come una sorta di costosa assicurazione per minimizzare le

⁵² Lowry M., Shu S., "Litigation risk and IPO underpricing", *Journal of financial economics*, 2002

⁵³ Tinic S. M., "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *The journal of finance*, 1988

⁵⁴ Hensler D. A., "Litigation costs and the underpricing of initial public offerings", *Managerial and Decision Economics*, 1995

responsabilità legali del sottoscrittore, e quindi considerarlo come un male necessario per ridurre la probabilità di incorrere in cause legali, che potrebbero costare di più.

Ci furono anche Thakor e Hughes (1992)⁵⁵ che cercarono di spiegare meglio questo fenomeno, arrivando ad affermare che le possibilità per un'impresa quotanda di essere citata in giudizio da suoi stessi investitori aumentavano tanto più aumentava l'offering price. Di conseguenza, sottoprezzare i titoli oggetto di prima quotazione avrebbe potuto ridurre le possibilità essere citati in giudizio, ed avrebbe anche diminuito le probabilità di essere dichiarati colpevoli in caso di processo, ma qualora la sentenza fosse stata sfavorevole si sarebbe ridotto l'ammontare da pagare come indennizzo per i danni causati agli investitori.

Nell'ultimo capitolo di questo studio, si vedrà come Saudi Aramco abbia abbassato il più possibile la forbice di prezzo per i suoi titoli per cercare di attirare quanti più investitori possibili. Facendo un piccolo riassunto sui motivi di questa scelta, è possibile affermare che la causa principale, è dovuta al fatto che l'azienda abbia subito delle ripercussioni a livello internazionale, come l'attacco condotto da alcuni gruppi di ribelli yemeniti, supportati dall'Iran, a due siti petroliferi in Arabia Saudita. Tutti gli altri motivi verranno analizzati nel dettaglio nel prossimo capitolo.

⁵⁵ Thakor A. V., Hughes P. J., "Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *The Review of Financial Studies*, 1992

IL CASO SAUDI ARAMCO

L'analisi di questo caso ha come obiettivo quello di spiegare il fenomeno dell'underpricing subito dall'azienda saudita Saudi Aramco, nonostante l'intero l'iter di quotazione abbia richiesto mesi e mesi di preparazione e di rinvii proprio per cercare di fissare un range di prezzo che potesse far raggiungere l'obiettivo fissato dalla famiglia reale saudita. I motivi per i quali è stata scelta questa compagnia sono sostanzialmente due: il primo risiede nel fatto che essa è praticamente a controllo statale totale, dove i proprietari sono i vari principi del Regno, i quali, paradossalmente, non avrebbero avuto nessun motivo di quotare un'azienda che fornisce loro le risorse necessarie per finanziare il Regno stesso. Il secondo riguarda proprio il fenomeno dell'underpricing subito dalla società, il quale avrebbe dovuto essere minimo considerando la portata dell'operazione e tutti i vari soggetti coinvolti nella stessa, tra cui bene 25 banche di investimento. Inoltre, dopo aver spiegato i motivi della quotazione, si vedrà nello specifico cosa è accaduto il primo giorno di quotazione, dove il titolo ha fatto registrare un rialzo del 10%, e si cercherà di dare una spiegazione attraverso l'uso della teoria espressa nel secondo capitolo di questo studio. Tutta l'analisi di questo caso, compreso anche il riassunto della storia dell'azienda, è stata eseguita facendo riferimento ai numerosi articoli di giornale di varie testate giornalistiche, domestiche e non, come il Sole 24 ore o il Financial Times, ma anche seguendo il prospetto informativo fornito dalla stessa Saudi Aramco al pubblico.

3.1) STORIA DELL'AZIENDA

La storia di Saudi Aramco risale ufficialmente al 29 maggio 1933, quando il regno dell'Arabia Saudita firmò un accordo di concessione che autorizzava lo Standard Oil of California (SOCAL) a esplorare le sue terre alla ricerca del petrolio, che fu intrapreso dalla controllata al 100% di SOCAL, California Arabian Standard Oil Azienda (CASOC). Dopo vari anni di esplorazione nel deserto saudita, nel 1938 si scoprì il primo giacimento⁵⁶.

Purtroppo, le varie missioni di esplorazione cessarono a causa dello scoppio della Seconda Guerra Mondiale, ma la produzione e lo sfruttamento dei primi giacimenti scoperti non si fermò. Alla conclusione del conflitto ripresero immediatamente le missioni di esplorazione e nel 1948 la SOCAL scoprì il più grande

⁵⁶ Mohamed A. Ramady, "Saudi Aramco 2030, post-IPO challenges", Springer, 2017

giacimento di petrolio al mondo, a circa 100 chilometri dalla città di Dharaan, il quale fu denominato Ghawar. L'estensione del giacimento è di circa 280 chilometri per 30 chilometri⁵⁷.

Durante gli anni della guerra, grazie soprattutto alla vendita del petrolio agli Stati Uniti e ai loro Alleati, la CASOC diventò uno dei giganti mondiali dell'estrazione e raffinazione del petrolio, e nel 1944 cambiò nome in Arabian American Oil Company (ARAMCO). Col passare degli anni, l'azienda americana diventò sempre più grande e importante, e la famiglia reale saudita iniziò ad interessarsi al business del petrolio. Il primo importante accordo fu stipulato nel 1950, dove il governo saudita impose le sue condizioni minacciando gli americani di eliminare loro le concessioni. Gli americani furono costretti ad accettare le condizioni dei sauditi: d'ora in poi la ripartizione degli utili dell'azienda sarà divisa in equa parte tra le tue controparti⁵⁸.

Inizialmente l'accordo sembrò mettere in pace le controparti, finché nel 1973 la famiglia reale saudita iniziò la sua ascesa nell'azienda, acquistandone il 25%. L'anno successivo la sua quota salì fino al 60% e arrivò a prendere il controllo totale nel 1980. Infine, nel 1983 fu nominato il primo presidente saudita della compagnia, Ali bin Ibrahim Al-Naimi, il quale nel 1988 cambiò il nome dell'azienda in Saudi Arabian Oil Company, o più semplicemente SAUDI ARAMCO⁵⁹.

Nei prossimi paragrafi ci si avvicinerà ai giorni nostri per capire quali sono i motivi che hanno spinto la famiglia reale a quotare la loro azienda e quali sono gli obiettivi che si è posta per migliorare l'economia del Paese.

3.2) PERCHE' QUOTARSI SUL MERCATO DI RIAD: PROGRAMMA "SAUDI VISION 2030"

La prima cosa che salta all'occhio appena si analizza questa mastodontica quotazione in borsa, è il fatto che la famiglia reale saudita abbia scelto il mercato domestico per quotarsi: la Borsa di Riad. Questa decisione sarà analizzata nel corso dello studio, poiché per un gigante del genere sarebbe stato molto più prestigioso quotarsi su un mercato molto più grande e influente, come quello di Londra o di New York, come ha fatto Alibaba nel 2014. Ma i motivi di questa scelta possono racchiudersi in un programma, denominato Saudi Vision 2030, approvato dal Consiglio dei Ministri del Regno il 25 aprile 2016.

⁵⁷ <https://www.nsenergybusiness.com/projects/ghawar-oil-field/>

⁵⁸ <https://www.saudiaramco.com/en/who-we-are/overview/our-history>

⁵⁹ Mohamed A. Ramady, "Saudi Aramco 2030, post-IPO challenges", Springer, 2017

Questo programma si articola su tre pilastri: il primo concerne lo status del Regno come cuore del mondo arabo e islamico; il secondo riguarda la volontà di far diventare l'Arabia Saudita uno dei motori globali di investimento; infine il terzo riguarda lo sfruttamento della posizione strategica del Paese, cercando di trasformarlo in una sorta di hub globale tra Asia, Africa e Europa⁶⁰. Nel secondo pilastro sono racchiusi anche i motivi del perché Saudi Aramco sia stata quotata sul mercato di Riad.

Ma un'altra domanda che è impossibile non porsi riguarda il perché sia stato deciso di quotare un'azienda controllata al 100% dalla famiglia reale saudita, la quale ogni anno fornisce circa 100 miliardi di utile netto. Il motivo in realtà è molto semplice: il Paese è completamente dipendente dall'estrazione, raffinazione e vendita del petrolio, il quale è una materia prima che in un futuro non molto lontano, non potrà più sostenere le spese del governo saudita che crescono di anno in anno. Di conseguenza, si è optato per l'idea di quotare l'azienda per poter ottenere nuovo capitale da poter investire in nuovi business. In particolare, questi capitali serviranno anche per diversificare ancora di più il portafoglio della famiglia reale⁶¹.

Prima di optare per il mercato domestico, sono stati presi in considerazione vari mercati internazionali come Londra, New York, Hong Kong, Tokyo e Singapore, questo perché era necessario un mercato che sarebbe stato in grado di gestire un'IPO di questa portata (è bene ricordare che l'obiettivo era quello di ottenere una valutazione aziendale complessiva di 2.000 miliardi). Per cercare di ottenere tutte le informazioni possibili sui vari mercati e quali fossero i loro requisiti di quotazione, alcuni membri della famiglia reale sono stati inviati in missione nei vari Paesi.

Come si può immaginare, le varie Borse nel mondo cercarono di convincere la famiglia reale saudita a scegliere il proprio mercato. Per esempio, la Borsa di Londra era disposta a lavorare su un nuovo "tipo" di quotazione per far diventare il suo mercato più attraente per l'azienda saudita, oppure, come nel caso della Borsa di Singapore, una società di investimento statale sarebbe diventata un investitore fondamentale nell'IPO. Ma per ogni singolo mercato vi erano dei dettagli che non convincevano: per fare degli esempi, sul mercato londinese e newyorkese vi sono quotate due dei più grandi concorrenti di Saudi Aramco, rispettivamente Royal Dutch Shell ed Exxon Mobil. Invece il mercato di Singapore risultò troppo "piccolo" per essere in grado di reggere un'IPO di tale dimensione⁶².

⁶⁰ <https://vision2030.gov.sa/en>

⁶¹ Roberto Bongiorno, "Perché bin Salman ha bisogno (disperato) di quotare Aramco", *Il Sole 24 ore*, 5 novembre 2019

⁶² Mohamed A. Ramady, "Saudi Aramco 2030, post-IPO challenges", Springer, 2017

Dopo aver esaminato attentamente i vari mercati, Amin Nasser, l'attuale presidente e amministratore delegato di Saudi Aramco, dichiarò che l'IPO sarebbe stata effettuata sul mercato domestico di Tadawul, l'indice della Borsa di Riad. La motivazione risiede nella volontà di attirare investimenti internazionali, per cercare di far accrescere il PIL dell'Arabia Saudita, ma soprattutto per aumentare il valore della Borsa stessa in maniera considerevole, nella quale sono presenti aziende poco conosciute a livello internazionale e che operano quasi esclusivamente nel mercato locale⁶³.

La decisione di quotare la società non è stata presa all'ultimo minuto, ma risale al 7 gennaio 2016, quando il principe ereditario Mohammed bin Salman, regista di tutta l'operazione, ipotizza pubblicamente, per la prima volta, la possibilità di un'IPO di Saudi Aramco, avvertendo anche del fatto che un'operazione di tale portata avrebbe richiesto molto tempo⁶⁴. Ma il 25 aprile dello stesso anno, con un annuncio a sorpresa, la famiglia reale dichiara di voler vendere il 5% di Saudi Aramco sul mercato azionario e di costituire un fondo sovrano da 2.000 miliardi di dollari, per ridurre la dipendenza dal petrolio. L'obiettivo posto all'epoca fu quello di voler quotare l'azienda entro il 2018. Ma le cose andarono diversamente, a causa di alcuni eventi, i quali costringeranno a modificare i vari piani, e abbassarono il valore dell'azienda, che causò numerose divergenze all'interno Regno, rimandando di fatto il lancio dell'IPO.

3.3) LANCIO DELL'IPO

Dopo le varie dichiarazioni di alcuni membri della famiglia reale, riguardo al fatto di completare l'operazione entro il 2018, alcuni esperti iniziano a dubitare della tabella di marcia, giudicata troppo ambiziosa, anche perché l'azienda non ha ancora la struttura di società per azioni, requisito essenziale per potersi quotare. Il primo gennaio 2018, il gigante petrolifero diviene una società per azioni per la sua offerta pubblica iniziale. Ma l'11 marzo, il Financial Times rivela l'esistenza di alcuni rumors riguardanti lo slittamento dell'operazione al 2019⁶⁵.

A confermare ciò, è stato il ministro delle finanze saudita il quale, il 10 aprile, dichiara che l'ipotesi di un rinvio al 2019 è vera, affermando che le condizioni di mercato non sono idonee per un debutto in borsa. Dopo queste parole, il tutto tace fino a ottobre, quando il principe afferma che Aramco effettuerà l'IPO a fine

⁶³ Mohamed A. Ramady, "Saudi Aramco 2030, post-IPO challenges", Springer, 2017

⁶⁴ Anjli Raval, "Saudi Arabia considers Aramco share sale", Financial Times, 7 Gennaio 2016

⁶⁵ Anjli Raval, "Saudi Aramco IPO delayed until 2019, UK officials told", Financial Times, 11 Marzo 2018

2020 o inizio 2021⁶⁶. Il motivo di questo ulteriore slittamento è dovuto al fatto che la famiglia reale non era soddisfatta della valutazione proposta, anche perché in quel periodo era in corso un calo dei prezzi del petrolio greggio.

Il tutto tace di nuovo fino al primo aprile 2019, quando Aramco presenta per la prima volta i conti alle agenzie di rating, proprio per poter effettuare in seguito un'emissione obbligazionaria, ed è proprio in questa precisa data che Aramco rivela al mondo di essere la più grande azienda al mondo per i profitti incassati (ben 111,1 miliardi di dollari nel 2018)⁶⁷. La settimana successiva, attraverso la prima emissione di titoli obbligazionari, la società raccoglie ben 12 miliardi di dollari, ma nell'agosto del 2019 la società dichiara di aver subito una flessione del 12% dei profitti nella prima metà del 2019, a causa dell'abbassamento del prezzo del petrolio.

Nonostante questa cattiva notizia, il 29 agosto, il Wall Street Journal rivela che Aramco sta prendendo l'idea di effettuare un'IPO in due fasi: la prima sul mercato domestico di Riad e la seconda in un mercato internazionale⁶⁸. Ma questa idea viene subito esclusa e dichiarata come falsa dal presidente di Aramco.

Infine, il 14 settembre accade un fatto che sconvolge l'azienda, ma anche tutta la regione del Medio Oriente. Un gruppo di ribelli yemeniti attacca con dei droni due impianti per l'estrazione del petrolio, dimezzando temporaneamente la produzione petrolifera dell'Arabia Saudita. Questo evento fece scalpore tra gli investitori, poiché iniziarono a dubitare sulla sicurezza dell'azienda e dell'intero Paese⁶⁹. Questi dubbi si sono aggiunti a quelli precedenti a questo evento, quali il continuo slittamento dell'operazione e il fatto di quotarsi in un mercato così piccolo e poco influente. L'azienda rischiava ancora una volta di rimandare ancora la quotazione. Ma come un colpo di scena, l'azienda assicura che l'IPO continuerà come previsto, nonostante l'attacco ai pozzi di estrazione.

⁶⁶ Stephanie Flanders, Vivian Nereim, Donna Abu-Nasr, Nayla Razzouk, Alaa Sashine, Riad Hamade, "Saudi Crown Prince discusses Trump, Aramco, Arrests", Bloomberg, 5 Ottobre 2018

⁶⁷ Sissi Bellomo, "Saudi Aramco, un debutto da record sul mercato dei bond", Il Sole 24 ore, 10 Aprile 2019

⁶⁸ Summer Said, Benoit Faucon, Ben Dummett, Julie Steinberg, "Aramco proposes two-stage IPO, shinning London, Hong Kong", The Wall Street Journal, 29 Agosto 2019

⁶⁹ Sissi Bellomo, "Attacco con droni al petrolio saudita: ferma metà della produzione", Il Sole 24 ore, 14 Settembre 2019

Finalmente, dopo anni di slittamenti, il 3 novembre 2019 l'autorità di regolamentazione del mercato finanziario saudita lancia l'IPO, dove specifica che l'azienda ha intenzione di quotare solo l'1,5% del totale⁷⁰. Il 17 dello stesso mese inizia l'offering period, il quale, per gli investitori istituzionali, sarebbe terminato il 4 dicembre, mentre per gli investitori individuali il termine è stato fissato al 28 novembre. Inoltre, è bene sapere che il numero di underwriters che hanno preso parte a questa operazione ammonta a ben 25 banche, di cui alcune saudite, record assoluto nel campo delle IPO⁷¹. Dopo l'offering period, si arrivò a decidere che il range di prezzo sarebbe stato tra i 30 Riyal (moneta ufficiale dell'Arabia Saudita) e i 32 Riyal (la moneta è legata ad un cambio fisso con il dollaro dove 1\$ è uguale a 3,75 Riyal).

Il 5 dicembre viene fissato il prezzo della quotazione della compagnia petrolifera a 32 Riyal per azione⁷², pari a \$8,53, al massimo della forchetta di prezzo di collocamento. Questo valore ha permesso alla società di incassare almeno 25,6 miliardi di dollari per l'1,5% delle azioni quotate alla Borsa di Riad, battendo il precedente record della quotazione di Alibaba, che a New York nel 2014 raccolse 25 miliardi di dollari.

Al momento della chiusura del book-building per il retail, a cui è stato destinato solo lo 0,5%, si sono presentate richieste uguali ad una volta e mezza l'offerta. Invece per il restante 1%, destinato ad investitori istituzionali, sono state richieste per oltre tre volte le azioni offerte. E difatti, l'11 dicembre, primo giorno ufficiale di contrattazioni, il titolo registra un rialzo del 10%, limite massimo consentito dall'indice della Borsa di Riad.

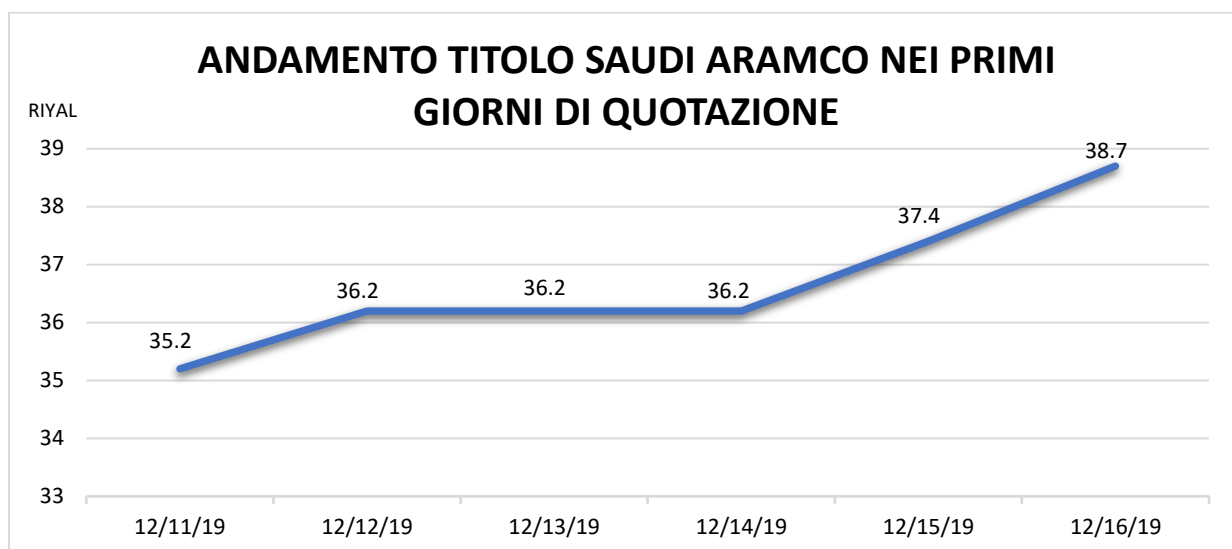
Nei primi giorni di quotazione, il titolo è stato sempre in rialzo fino a raggiungere la valutazione di 38,7 Riyal, equivalenti a circa \$10,32⁷³. In sostanza, il titolo è salito del 20,93% circa in una settimana, consentendo all'azienda di raggiungere e superare l'obiettivo di 2.000 miliardi di dollari di valutazione totale.

⁷⁰ Radiocor, "Aramco: conferma IPO con sbarco in Borsa Riyadh, per ora rinvia piazze estere", Il Sole 24 ore, 3 Novembre 2019

⁷¹ Prospetto informativo dell'azienda: <https://www.argaam.com/en/ipodetail/aramco-ipo/260>

⁷² <https://it.investing.com/equities/saudi-aramco>

⁷³ Il grafico con l'andamento giornaliero del titolo è stato costruito prendendo i dati ufficiali dell'indice Tadawul della Borsa di Riad



Ma qui sorge un interrogativo: perché l'azienda, visto la richiesta così alta da parte sia degli investitori istituzionali che retail, non ha deciso di alzare il prezzo?

Il motivo pare essere stato quello di evitare a tutti i costi di deludere le aspettative della famiglia reale, imponendo un prezzo più basso, anche a costo di raccogliere una quantità inferiore di capitale⁷⁴. Infatti, alla fine del primo giorno di contrattazioni, l'azienda aveva una valutazione complessiva di circa 1.700 miliardi, ben lontani dall'obiettivo di 2.000 miliardi, il quale è stato raggiunto pochi giorni dopo. In sostanza un prezzo maggiore avrebbe allontanato parecchi investitori, i quali erano già dubbiosi a causa della scelta di quotarsi in un mercato così poco influente e per i continui slittamenti dell'operazione, che apparivano come una forma di insicurezza da parte della famiglia reale, la quale voleva a tutti i costi attendere e sfruttare un'ondata positiva dei mercati.

Tutti questi eventi, ci permettono di ricollegarci al concetto delle teorie istituzionali affrontato nel secondo capitolo di questo studio, dove l'underpricing è stato esaminato come una sorta di assicurazione molto costosa, per evitare che l'azienda venga citata in giudizio dagli investitori in un periodo futuro, qualora l'IPO non avesse raggiunto i risultati sperati.

Difatti, alla luce di ciò che è stato illustrato, attraverso la stesura dell'excurus del lancio dell'IPO, e dopo aver esaminato tutti i vari elementi utili all'analisi del caso, si può affermare che una delle teorie istituzionali permette di spiegare ciò che è avvenuto all'azienda saudita.

⁷⁴ Peter Coy, "How Saudi Aramco boosted its IPO price", Bloomberg, 8 Dicembre 2019

Come detto nel secondo capitolo, una di queste teorie che permette di spiegare il fenomeno dell'underpricing prende il nome di Litigation Risk Theories, la quale afferma che una determinata azienda potrebbe volutamente abbassare il prezzo di prima emissione dei suoi titoli, pur di farli sottoscrivere tutti. Si nota, come questa situazione sia coerente con quella oggetto dello studio, dove sembrerebbe che Saudi Aramco abbia intenzionalmente abbassato il range del prezzo finale, proprio per attirare quanti più investitori possibili. Con questa decisione, l'azienda saudita è riuscita nel suo intento, ma quello che si nota è che la maggior parte dei titoli sono stati sottoscritti da investitori locali, generalmente piccoli risparmiatori locali o a investitori degli Emirati Arabi Uniti o del Kuwait, mentre numerosi investitori europei e asiatici, come il fondo sovrano norvegese, l'azienda russa Lukoil, l'azienda malese Petronas, tutti investitori istituzionali che basano i loro asset sul petrolio, hanno rinunciato alla sottoscrizione dei titoli⁷⁵.

Inoltre, un altro aspetto molto importante che permette di spiegare l'underpricing, riguarda l'elevato numero di prestiti concessi dalle maggiori banche del Regno, i quali avevano come fine l'acquisto di azioni di Saudi Aramco. Infatti, tutte le banche saudite, durante il periodo di book-building, avevano avviato una massiccia campagna di marketing per pubblicizzare in tutto il Paese questa gigantesca operazione⁷⁶. Tutto ciò ha comportato ad un ulteriore aumento dell'underpricing poiché i risparmiatori sauditi che avevano fatto richiesta di questi prestiti, dal primo giorno di quotazione, hanno riversato tutta questa liquidità nell'acquisto delle azioni dell'azienda saudita, causando un rialzo del prezzo del titolo, portando il valore totale dell'impresa a oltre 2.000 miliardi di dollari.

In sostanza pare che l'underpricing sia stato causato dall'unione di due fattori: il prezzo basso imposto dalla famiglia reale per attirare un numero elevato di investitori e la grande liquidità disponibile dei risparmiatori sauditi, finanziati dalle banche del Regno. Analizzandoli entrambi, si può affermare che il primo è servito per attirare un numero elevato di investitori per cercare di sottoscrivere tutte le azioni, mentre il secondo per aumentare il valore totale dell'azienda nel corso delle sedute successive. Inoltre, questi due episodi sono correlati dal fatto che Saudi Aramco è un'azienda controllata dalla famiglia reale saudita, la quale ha usato la sua influenza per convincere gli investitori locali ad acquistare i titoli della società grazie all'aiuto delle banche, proprio per raggiungere l'obiettivo di 2.000 miliardi di dollari di valutazione totale. Quindi, l'underpricing scaturito da questi fattori può essere considerato come una sorta di assicurazione adottata dalla società saudita, per difendersi da eventuali ripercussioni nel futuro, che potrebbero essere causate da un crollo

⁷⁵ Sissi Bellomo, "IPO Aramco, sottoscritte due terzi delle azioni (ma i Big restano alla finestra)", 23 Novembre 2019, Il Sole 24 ore

⁷⁶ Sissi Bellomo, "Saudi Aramco, offerte dal 17 novembre. Dubbi sulla quota messa sul mercato", 10 Novembre 2019, Il Sole 24 ore

nel breve periodo del valore dell'azienda o da una riduzione dei profitti aziendali, la quale potrebbe portare ad un taglio del dividendo.

3.4) ANALISI POST-QUOTAZIONE

Come affermato nel paragrafo precedente, gli investitori locali detengono la maggior parte dei titoli di Saudi Aramco, e solo loro reputano che la compagnia saudita possa avere un futuro brillante, ovvero continuare a registrare utili superiori ai 100 miliardi di dollari. Ed è proprio per questo motivo sembra che in realtà il principe saudita abbia fallito nel suo intento di attirare nel suo Paese quanti più investitori stranieri, per poter finanziare il progetto di diversificare l'economia del Regno⁷⁷.

Addirittura, gli analisti della società di ricerche di mercato Bernstein commentano la quotazione in borsa di Saudi Aramco come una sorta di “vittoria di Pirro”, visto che gli investitori sono per la maggior parte di origine saudita. Come se non bastasse, la stessa Bernstein, subito dopo la quotazione sulla Borsa di Riad, ha declassato il rating della compagnia, definendo i suoi titoli come “underperform”, e ha consigliato a tutti gli investitori di vendere il prima possibile le azioni di Saudi Aramco⁷⁸. Questa dichiarazione ha influito sulle scelte degli investitori, i quali hanno iniziato a vendere le azioni dell'azienda, le quali hanno perso una parte del loro valore nella seconda settimana dopo la prima quotazione, portando il titolo ad avere in data 22 Dicembre un valore di 35,20 Riyal⁷⁹.

In aggiunta a tutto ciò, va detto anche che il riaccendersi delle tensioni tra Arabia Saudita e Iran, a causa dell'assassinio del generale Soleimani da parte degli USA ha accentuato ancora di più i dubbi sulla sicurezza del Paese e della compagnia stessa, poiché lo spettro di un ipotetico scontro nel Medio Oriente comprometterebbe il destino di Saudi Aramco, così come tutti i progetti per dar via alla modernizzazione del Paese⁸⁰.

⁷⁷ Stanley Reed, “Saudi Arabia insisted Aramco was worth \$2 trillion”, New York Times, 16 Dicembre 2019

⁷⁸ Dan Murtaugh, “Saudi Aramco investors should cash out now, Bernstein says”, Bloomberg, 12 Dicembre 2019

⁷⁹ I dati relativi alla quotazione del titolo sono stati presi dal sito dell'indice Tadawul della Borsa di Riad

⁸⁰ David Gardner, “Soleimani assassination risks all-out war between US and Iran”, Financial Times, 3 Gennaio 2020

Inoltre, l'attuale crisi globale dovuta al Covid-19 che ha messo da parte le rivalità tra i Paesi, sta provocando una crisi economica globale, la quale sta causando la diminuzione della domanda di petrolio, facendo abbassare ancora di più il valore di Saudi Aramco. Chissà cosa accadrà in futuro quando il mondo avrà vinto la sua guerra contro il Covid-19, e chissà se Saudi Aramco riuscirà a riprendersi da questa crisi, nella speranza di non deludere, in un orizzonte di medio-lungo periodo, i suoi investitori.

BIBLIOGRAFIA & SITOGRAFIA

- Elisabetta Bani, “Le Borse Merci”, 10 aprile 2008, Pisa
- Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, “Istituzioni e mercati finanziari”, Pearson editore, nona edizione, settembre 2019
- Diego Marchese, “Come quotarsi in borsa? Requisiti, regole ed i suoi segmenti”, Elysium Post, 20 Febbraio 2019
- Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, “Principi di finanza aziendale”, McGraw-Hill Education, settima edizione, 2015
- Edoardo Scirè, “I mercati regolamentati e Over-The-Counter”, Starting Finance
- “Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.”, 3 Dicembre 2018
- “Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.”, 4 Marzo 2019
- Scott Latham, Michael R. Braun, “To IPO or not to IPO: risks, uncertainty and the decision to go public”, British Journal Management, 12 Agosto 2010
- Franck Bancel, Usha R. Mittoo, “Why do European firms go public?”, European Financial Management, 30 Luglio 2009
- Marco Pagano, Fabio Panetta, Luigi Zingales, “Why do companies go public? An empirical analysis”, The Journal of Finance, Febbraio 1998
- “Stock option: cosa sono e come funzionano”, Borsa Italiana, 22 Marzo 2019
- “Guida alla valutazione”, Borsa Italiana
- Thomas J. Chemmanur, Shan He, Debarshi K. Nandy, “The going-public decision and the product market”, The review of financial studies, 4 Dicembre 2009
- Ugur Celikyurt, Merih Selivir, Anil Shivdasani, “Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs”, Journal of financial economics, 3 Giugno 2010
- Timothy G. Pollock, Guoli Chen, Eric M. Jackson, Donald C. Hambrick, “How much prestige is enough? Assessing the value of multiple types of high-status affiliates for young firms”, Journal of business venturing, Gennaio 2010
- Francis X. Diebold, Kamil Yilmaz, “Macroeconomic volatility and stock market volatility”, National bureau of economic research, Agosto 2008
- Jay R. Ritter, “The costs of going public”, University of Michigan, Division of Research, Gennaio 1987
- Alessandra Puato, “Costi e governance il primo ostacolo alla quotazione in Borsa delle PMI”, Corriere della Sera, 30 Ottobre 2017
- Mauro Introzzi, “IPO, il collocamento in Borsa”, www.soldionline.it

- Glossario finanziario di Borsa Italiana
- Argomenti Sole 24 ore, 26 Febbraio 2016
- I soggetti delle fasi IPO, https://www.assolombarda.it/fs/2010341568_183.pdf
- MTA, Borsa italiana
- “Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia”, Lovells
- Anand Rawani, “What is book building?”, The Economics Times, 9 Agosto 2009
- Camozzi & Bonisconi Studio Legale e Tributario, 2006, “Il Processo di Quotazione: profili giuridici, fiscali ed organizzativi”
- Wodrich A., Schlag C., “Has There Always Been Underpricing and Long-Run Underperformance? - IPOs in Germany Before World War I”
- Ibbotson R. G., “Price performance of common stock new issues”, 1975, Journal of financial economics
- Rock K., “Why new issues are underpriced”, 1986, Journal of financial economics
- Ritter J., “Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings”, 1986, Journal of financial economics
- Fabrizio S., “L'“underpricing” degli IPO italiani: il ruolo degli “underwriters”, dei prospetti informativi e degli analisti”, 1999
- Filatotchev I., Chanine S., Wright M., “Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments”, Strategic management journal, 2010
- Benveniste, Lawrence M. and Paul A. Spindt, “How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues”, Journal of Financial Economics, 1989
- Michaely and Wayne H. Shaw Source: The Review of Financial Studies, “The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories”, Roni, 1994
- Strauß, N., e Van der Meer, T., “News media coverage and initial public offering in Germany: explaining flotation performance”, Corporate Communications: An Internal Journal, 2017
- Rock K, “Why New Issues Are Underpriced”, Journal of Financial Economics, 1986
- Loughran, T., Ritter J.R., Rydqvist, K., “Initial public offerings: International insights”, Pacific-Basin Finance Journal, 2012
- K. Rydqvist, “Journal of Banking & Finance”, 1997, Elsevier
- Taranto, Mark A., “Employee Stock Options and the Underpricing of Initial Public Offerings”, 2003
- Ruud J. S., Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle, Journal of Financial Economics, 34, 135-151
- Benveniste L. M., “Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs”, 1997

- Lowry M., Shu S., “Litigation risk and IPO underpricing”, Journal of financial economics, 2002
- Tinic S. M., “Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock”, The journal of finance, 1988
- Hensler D. A., “Litigation costs and the underpricing of initial public offerings”, Managerial and Decision Economics, 1995
- Thakor A. V., Hughes P. J., “Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings”, The Review of Financial Studies, 1992
- Mohamed A. Ramady, “Saudi Aramco 2030, post-IPO challenges”, Springer, 2017
- Il giacimento più grande del mondo, <https://www.nsenergybusiness.com/projects/ghawar-oil-field/>
- Sito ufficiale della società, <https://www.saudiaramco.com/en/who-we-are/overview/our-history>
- Programma Vision 2030, <https://vision2030.gov.sa/en>
- Roberto Bongiorno, “Perchè bin Salman ha bisogno (disperato) di quotare Aramco”, Il Sole 24 ore, 5 novembre 2019
- Anjali Raval, “Saudi Arabia considers Aramco share sale”, Financial Times, 7 Gennaio 2016
- Anjali Raval, “Saudi Aramco IPO delayed until 2019, UK officials told”, Financial Times, 11 Marzo 2018
- Stephanie Flanders, Vivian Nereim, Donna Abu-Nasr, Nayla Razzouk, Alaa Sashine, Riad Hamade, “Saudi Crown Prince discusses Trump, Aramco, Arrests”, Bloomberg, 5 Ottobre 2018
- Sissi Bellomo, “Saudi Aramco, un debutto da record sul mercato dei bond”, Il Sole 24 ore, 10 Aprile 2019
- Summer Said, Benoit Faucon, Ben Dummett, Julie Steinberg, “Aramco proposes two-stage IPO, shinning London, Hong Kong”, The Wall Street Journal, 29 Agosto 2019
- Sissi Bellomo, “Attacco con droni al petrolio saudita: ferma metà della produzione”, Il Sole 24 ore, 14 Settembre 2019
- Radiocor, “Aramco: conferma IPO con sbarco in Borsa Riyadh, per ora rinvia piazze estere”, Il Sole 24 ore, 3 Novembre 2019
- Prospetto informativo dell’azienda: <https://www.argaam.com/en/ipodetail/aramco-ipo/260>
- Prezzo titoli primo giorno di quotazione, <https://it.investing.com/equities/saudi-aramco>
- Peter Coy, “How Saudi Aramco boosted its IPO price”, Bloomberg, 8 Dicembre 2019
- Sissi Bellomo, “IPO Aramco, sottoscritte due terzi delle azioni (ma i Big restano alla finestra)”, 23 Novembre 2019, Il Sole 24 ore
- Sissi Bellomo, “Saudi Aramco, offerte dal 17 novembre. Dubbi sulla quota messa sul mercato”, 10 Novembre 2019, Il Sole 24 ore
- Stanley Reed, “Saudi Arabia insisted Aramco was worth \$2 trillion”, New York Times, 16 Dicembre 2019
- Dan Murtaugh, “Saudi Aramco investors should cash out now, Bernstein says”, Bloomberg, 12 Dicembre 2019

- Indice Tadawul della Borsa di Riad,
<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/equities?locale=en>
- David Gardner, “Soleimani assassination risks all-out war between US and Iran”, Financial Times,
3 Gennaio 2020