



Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

**Relazione tra le caratteristiche del CdA e l'IPO
underpricing in un campione di imprese italiane**

RELATORE

Prof. Arturo Capasso

CANDIDATO

Federico Treffeletti

Matricola 712811

CORRELATORE

Prof. Saverio Massi Benedetti

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

Ringraziamenti

Ad una libertà di vivere che, ahimè, ci è stata sottratta.

“La libertà è come l’aria: ci si accorge di quanto vale quando comincia a mancare.”

Piero Calamandrei

Colgo l’occasione per ringraziare tutti coloro che mi hanno supportato durante il percorso magistrale e nella realizzazione della tesi.

Ringrazio in particolare il mio relatore, il Prof. Arturo Capasso, per il supporto costante e per le indicazioni che mi sono state fornite prima e durante la scrittura dell’elaborato.

Un sentito grazie anche al Prof. Matteo Rossi per avermi guidato in questo percorso di tesi con la Sua infinita disponibilità.

Un ringraziamento speciale va anche al mio correlatore, il Prof. Saverio Massi Benedetti, senza il quale non avrei raggiunto tale risultato.

Vorrei inoltre ringraziare i miei genitori e mia sorella insieme a tutti gli amici e parenti che, nonostante la distanza, non hanno mai smesso di darmi la forza per affrontare al meglio la carriera universitaria. Devo anche a loro il raggiungimento di questo traguardo.

Federico Treffiletti

Sommario

Indice delle figure e delle tabelle	5
INTRODUZIONE	6
CAPITOLO 1: Le caratteristiche dell'Initial Public Offering (IPO) e il fenomeno dell'IPO underpricing	8
1.1 Definizione di Initial Public Offering (IPO)	8
1.2 La quotazione in Borsa	10
1.2.1 La quotazione in Borsa: benefici	11
1.2.2 I costi della quotazione in Borsa.....	15
1.3 I requisiti di un'operazione di IPO	17
1.4 Il processo dell'IPO	19
1.5 Il fenomeno dell'IPO in Italia	22
1.6 Definizione e aspetti generali dell'IPO underpricing	25
1.7 Teorie sull'IPO underpricing.....	26
1.7.1 Teorie basate sull'asimmetria informativa	27
1.7.2 Teorie istituzionali	29
1.7.3 Teorie basate sull'assetto proprietario e il controllo	32
1.7.4 Teorie comportamentali	33
1.8 Evidenze empiriche dell'IPO underpricing.....	35
CAPITOLO 2: La struttura del CDA aziendale e l'impatto con l'IPO: framework teorico e applicazione al fenomeno dell'underpricing	41
2.1 Definizione di corporate governance	41
2.2 Teoria dell'agenzia: cenni teorici e applicazione al caso della separazione tra proprietà e controllo	44
2.3 Il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale delle società quotate	49

2.3.1 Il ruolo dell'amministratore indipendente all'interno del Consiglio di Amministrazione	52
2.4 La struttura del CdA delle società quotate italiane: evidenze empiriche	53
2.5 Relazione tra il CdA e l'IPO	56
2.6 Relazione tra il CdA e l'IPO underpricing: framework teorico	61
CAPITOLO 3: Analisi empirica della relazione tra le caratteristiche del CdA e l'IPO underpricing.....	65
3.1 Introduzione.....	65
3.2 Metodologia di ricerca	66
3.3 Scelta delle variabili utilizzate nel modello di regressione	67
3.4 Formulazione delle ipotesi	69
3.5 Modello di regressione multipla in generale	72
3.5.1 Stima dei coefficienti di regressione	73
3.6 Modello di regressione multipla utilizzato per l'analisi empirica	74
3.7 Campione di imprese disponibile per l'analisi di regressione.....	74
3.8 Statistiche descrittive	77
3.9 Diagnostiche di stima.....	82
3.10 Risultati dell'analisi di regressione.....	90
3.11 Discussione dei risultati	94
CONCLUSIONI.....	98
RIFERIMENTI.....	100
APPENDICE	104
RIASSUNTO	108

Indice delle figure

Figura 1: Evoluzione delle IPOs in Italia tra il 1985 e il 2004	24
Figura 2: Valori medi dell'IPO underpricing e numero di emissioni in USA tra il 1998 e il 2017..	37
Figura 3: Metodologia di ricerca adottata nel presente elaborato.....	66
Figura 4: Distribuzione dei dati osservati per settore di riferimento	76
Figura 5: Analisi dei residui di regressione mediante rappresentazione grafica	83
Figura 6: Scatterplot dei residui vs valori predetti.....	85
Figura 7: Grafico dei quantili - detto anche q-q plot dei residui di regressione vs quantile	86

Indice delle tabelle

Tabella 1: Requisiti formali e sostanziali per la quotazione in Borsa Italiana S.p.A.	17
Tabella 2: Requisiti formali per la quotazione in Borsa nei diversi segmenti.....	18
Tabella 3: Valori medi dell'underpricing divisi per periodi di tempo e per Stati	38
Tabella 4: Numero medio di CdA delle imprese italiane quotate in Borsa.....	55
Tabella 5: Media ed incidenza percentuale del numero di amministratori indipendenti all'interno del CdA delle imprese italiane quotate in Borsa	55
Tabella 6: Esiti del sondaggio condotto da Burton, Helliar e Power (2004).....	58
Tabella 7: Report sulle variabili indipendenti utilizzate negli studi precedenti	70
Tabella 8: Statistiche descrittive delle variabili inserite nel modello	78
Tabella 9: Matrice di correlazione o di Pearson	88
Tabella 10: Valori di p-value associati alla matrice di correlazione.....	89
Tabella 11: Descrizione dei valori dell'indice di correlazione o di Pearson	89
Tabella 12: Modelli di regressione semplice e valore dell'R-quadro corrispondente.....	93
Tabella 13: Accettazione/rigetto delle ipotesi testate tramite l'analisi di regressione	97

Introduzione

All'interno di un contesto economico mondiale in continua evoluzione e con la contemporanea esigenza di crescita per consolidare o migliorare la propria posizione di mercato, è maturata sempre di più la necessità per le aziende di reperire fondi tra il pubblico come principale alternativa al finanziamento bancario al fine di sostenere gli investimenti produttivi. Uno dei metodi sempre più utilizzati per ricorrere al finanziamento è l'IPO (Initial Public Offering).

L'azienda che emette titoli sul mercato decide di "sottostare" a determinati regolamenti imposti dalla Borsa nella quale avviene la quotazione. Vengono stabiliti, infatti, diversi standards obbligatori che incrementano significativamente la reputazione aziendale chiaramente visibile da tutti gli attori presenti sul mercato.

In Italia, complice la stabilità del sistema bancario, il ricorso all'IPO come fonte di finanziamento ha subito un aumento solamente a partire dal 21° secolo. Durante gli anni '90, il mercato azionario ha cominciato a diventare sempre più protagonista della realtà economica-finanziaria sulla scia dei successi esteri (specialmente del mercato azionario statunitense). Tuttavia, nel periodo antecedente gli anni '90, l'impatto del mercato azionario nel nostro Paese era pressochè nullo e l'unica fonte di finanziamento esterno disponibile per le imprese era rappresentata dal finanziamento bancario.

Il presente elaborato vuole focalizzare l'attenzione sull'anomalia del mercato azionario rappresentata dall'underpricing. L'evidenza empirica italiana ma anche estera ci suggerisce, infatti, che il prezzo di emissione dei titoli si attesta su livelli inferiori al valore di mercato per poi ottenere, nel primo giorno di negoziazione, un prezzo di chiusura evidentemente più elevato. Questo fenomeno, detto anche *initial return*, denota un rendimento positivo per l'investitore.

Affinchè possa essere approfondito tale fenomeno, nel corso del capitolo primo verranno esposte, a supporto dell'evidenza empirica, diverse teorie volte a spiegare il motivo per cui si verifica l'underpricing nel mercato azionario.

Tuttavia, l'obiettivo della relazione qui presentata non è solamente quello di analizzare le dinamiche dell'underpricing ma comprendere, attraverso un'analisi di regressione, qual è la relazione tra il Consiglio di Amministrazione delle imprese e l'underpricing ovvero andare ad analizzare se esistono alcune caratteristiche del governo d'impresa pre-IPO in grado di impattare sull'underpricing.

Dopo aver introdotto ed approfondito i concetti di corporate governance, Consiglio di Amministrazione e Collegio Sindacale, la trattazione si orienterà, nel corso del capitolo secondo, sull'impatto del CdA nel processo di IPO e, nello specifico, su quali dovrebbero essere le caratteristiche del CdA in ottica di successo dell'IPO. Nella parte conclusiva del capitolo due, inoltre, si farà riferimento al framework teorico sulla relazione tra le caratteristiche del CdA e l'IPO underpricing.

Il capitolo terzo avrà l'obiettivo di esporre l'analisi empirica tra la relazione delle caratteristiche del CdA e l'IPO underpricing in un campione di imprese italiane. All'interno del capitolo verrà presentato in modo esaustivo il procedimento utilizzato per lo sviluppo dell'analisi di regressione con dati cross-sezionali e, in ultimo, verranno mostrati i risultati empirici ottenuti utilizzando un campione di 80 imprese italiane emittenti IPOs quotate in Borsa tra il 2005 e il 2017. La discussione sulla potenziale validità delle ipotesi testate in un momento antecedente l'analisi di regressione concluderà la trattazione.

CAPITOLO PRIMO

Le caratteristiche dell'Initial Public Offering (IPO) e il fenomeno dell'IPO underpricing

1.1 Definizione di Initial Public Offering (IPO)

Il presente capitolo ha l'obiettivo di esporre i principali aspetti riguardanti un'anomalia che spesso si verifica all'interno dei mercati regolamentati dalla Borsa: l'IPO underpricing. Si tratta della condizione in cui si riscontra una differenza positiva tra il prezzo di chiusura del titolo azionario durante il primo giorno di negoziazione ed il prezzo di offerta dello stesso sul mercato primario. Tuttavia, prima di approfondire la tematica dell'underpricing, è necessario fare un passo indietro e focalizzare l'attenzione del lettore sulle caratteristiche dell'IPO ossia dell'*Initial Public Offering*.

Secondo la definizione di Borsa Italiana S.p.A., *l'offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la cosiddetta creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato.*¹

Gli strumenti finanziari destinati ad essere diffusi tra il pubblico vengono quotati sul mercato regolamentato primario per essere negoziati, in un secondo momento, sul mercato secondario. A questo punto, è doveroso precisare che cosa s'intende in finanza con i termini "mercato primario" e "mercato secondario": il mercato primario è il luogo in cui avviene l'emissione di nuovi strumenti finanziari mentre il mercato secondario è protagonista dello scambio di titoli finanziari già emessi.

Per quanto riguarda l'offerta di titoli al pubblico, è bene distinguere l'offerta pubblica iniziale (IPO) dalle altre offerte pubbliche, in quanto l'IPO riguarda titoli proposti per la prima volta agli investitori

¹ www.borsaitaliana.it

mentre nel secondo caso, si fa riferimento a titoli già diffusi tra gli investitori e quotati all'interno di mercati regolamentati.

Vediamo ora quali sono le tipologie di IPO presenti sul mercato.

Le IPO possono suddividersi in *offerta di vendita* e *offerta di sottoscrizione*²:

- *L'offerta pubblica di vendita (OPV)* è una proposta definitiva con l'obiettivo di offrire ad un insieme indeterminato di soggetti la vendita di titoli già emessi, azioni proprie o partecipazioni di altre società, a condizioni palesi e non modificabili.
- *L'offerta pubblica di sottoscrizione (OPS)* si distingue dalla precedente solo per la natura dell'oggetto proposto, in quanto concerne titoli di nuova emissione.

Nel primo caso, si verifica una cessione di azioni con diritto di voto detenute da parte dell'offerente ad una pluralità di investitori; il destinatario delle risorse raccolte risulta, perciò, il precedente azionista. È importante sottolineare che nel caso delle OPV non c'è un aumento di capitale sociale all'interno della società, poiché si verifica semplicemente un passaggio di proprietà dai vecchi azionisti ai nuovi soci che, acquistando le quote azionarie, entrano a far parte dell'assetto proprietario dell'impresa, godendo dei diritti amministrativi e patrimoniali a loro riconosciuti grazie al possesso della quota.

Nel secondo caso, invece, si realizza una vera e propria operazione di finanziamento mobiliare a favore della società, che si contraddistingue da un semplice aumento di capitale perché effettuata allo scopo di allargare la compagine azionaria.

Esiste, infine, il caso dell'offerta mista chiamato *offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS)*.³ L'operazione si compone di un'offerta di titoli avente ad oggetto sia azioni già emesse (OPV) sia una parte di azioni di nuova emissione (OPS). La società, perciò, attua un aumento di capitale e, allo stesso tempo, alcuni soci decidono di cedere al pubblico una parte della loro partecipazione.

Ai fini del presente elaborato, tuttavia, ci soffermeremo solamente sulle IPO lasciando da parte le offerte pubbliche che non sono dirette alla quotazione. Per poter proseguire con la trattazione, perciò, è doveroso approfondire il concetto di quotazione in Borsa nell'ottica di una miglior comprensione del contesto in cui ci si colloca.

² Cfr. P.Pia, *Il mercato azionario*, Seconda Edizione, Giappichelli Editore, 2009, pages 112-113

³ Cfr. P.Pia, *Il mercato azionario*, Seconda Edizione, Giappichelli Editore, 2009, p. 113

1.2 La quotazione in Borsa

La quotazione in Borsa, quindi su un mercato regolamentato, è l'atto che prevede la cessione di parte della proprietà della società a nuovi soci, congiuntamente ai diritti riguardanti le politiche aziendali e alla spartizione dei profitti. I nuovi soci, infatti, potranno godere del diritto di voto e potranno contribuire alla nomina del nuovo Amministratore Delegato (CEO) della società ed inoltre approvare la distribuzione dei dividendi proposta dal Consiglio di Amministrazione.⁴

In merito al processo di quotazione in Borsa, è bene considerare due differenti aspetti:

- Decidere di quotarsi rappresenta una scelta strategica di notevole interesse per il futuro aziendale. L'operazione andrà facilmente a modificare e/o stravolgere la struttura dell'azienda sotto molteplici punti di vista e verrà ricordata come un momento di notevole successo nel corso della vita dell'impresa; questo a patto che, ovviamente, il processo messo in atto per la quotazione si concretizzi in un'operazione capace di creare valore, altrimenti, in caso di processo errato o non completamente corretto, si assisterà ad una distruzione del valore societario praticamente irreversibile.
- La decisione di quotarsi in Borsa da parte del management aziendale determina l'avvio di un processo molto impegnativo specialmente dal punto di vista temporale: si tratta di uno sviluppo che avviene nell'arco di 5-6 mesi ma che si è comunque notevolmente ridotto rispetto ai 2-3 anni che, in media, venivano richiesti in passato all'azienda quotanda.⁵

La quotazione porta con sé diverse modifiche specialmente in ottica manageriale e dell'assetto proprietario. La maggior parte delle precedenti relazioni instaurate dalla società con i propri stakeholders, infatti, subiranno, inevitabilmente, alcuni cambiamenti. Tuttavia, tale concetto, a cui ci si riferisce ora, verrà approfondito nel corso del capitolo 2.

Come già anticipato in precedenza, la quotazione in Borsa ha, generalmente, un effetto positivo sull'azienda, poiché favorisce una crescita futura per la stessa. Nel prossimo paragrafo verranno elencati e spiegati i principali benefici che un'azienda può sperimentare a seguito della quotazione in Borsa.

⁴ www.startingfinance.com

⁵ Cfr. P.Pia, *Il mercato azionario*, Seconda Edizione, Giappichelli Editore, 2009, pages 115-116

1.2.1 La quotazione in Borsa: benefici

Perché quotarsi? Esistono diversi motivi per cui le imprese decidono, in un certo momento della loro vita, di quotarsi⁶.

- **Necessità di finanziamento:** la quotazione permette all'impresa quotanda di reperire capitale diversificando le fonti di finanziamento: è possibile, per esempio, alternare il finanziamento bancario con quello azionario. In un contesto come quello italiano, storicamente bancario, legato cioè alla figura della banca quale intermediario capace di soddisfare le esigenze di debito delle imprese, tale necessità risulta essere ancor più vantaggiosa, poiché permette, tra le altre cose, sia di ridurre la dipendenza della società dal sistema bancario, sia di allentare la pressione sullo stesso. Quest'ultimo spesse volte, specialmente nei periodi di contrazione economica come quello che abbiamo vissuto in occasione della crisi finanziaria del 2008, deve fare i conti con una progressiva contrazione del credito (*credit crunch*)⁷ la quale non aiuta affatto le imprese, specialmente le più deboli, ad uscire dalla fase di recessione economica. Inoltre, il capitale a disposizione della società, ricavato attraverso l'emissione di titoli al momento della quotazione sul mercato regolamentato, può essere utilizzato dalla stessa per guadagnare un vantaggio significativo rispetto ai competitors che non possono vantare grandi e differenti fonti di finanziamento.
- **Migliorare l'immagine aziendale e la credibilità sul mercato:** la quotazione è un biglietto da visita a livello nazionale ed internazionale in quanto, attraverso l'iter di quotazione, la società decide di assoggettarsi volontariamente alla regolamentazione e ai requisiti di trasparenza richiesti da Borsa Italiana S.p.A. creando un plus-valore altamente riconosciuto dal mercato. Il rafforzamento dell'immagine aziendale deriva, infatti, dall'obbligo di disporre ai potenziali investitori maggiori informazioni come, per esempio, l'obbligo di rendere disponibili al pubblico alcuni documenti societari quali il bilancio d'esercizio o i *financial reports* infrannuali.
- **Ampliare la quota azionaria della società e, di conseguenza, il flottante:** la quotazione permette di modificare la compagine sociale tramite l'ingresso nel capitale della società di nuovi soci, tra cui investitori istituzionali, domestici e internazionali. Di conseguenza, il

⁶ Per un approfondimento sui benefici della quotazione in Borsa Italiana S.p.A. e i vantaggi derivanti dai mercati gestiti dalla Borsa vedasi il sito ufficiale www.borsaitaliana.it

⁷ "Vi si arriva quando le banche, per vari motivi, decidono di erogare meno finanziamenti alle imprese e meno prestiti alle famiglie. Oppure quando iniziano a erogare credito applicando tassi d'interesse via via più elevati. È una situazione che crea gravi problemi alle imprese e che può provocare addirittura l'avvitamento di una crisi economica.", definizione de Il Sole 24 Ore

numero di azioni emesse dalla società e disponibili per la negoziazione (ovvero il flottante) aumenta e, in tal modo, si instaurano rapporti con molteplici investitori.

- **Possibilità di liquidazione dell'investimento:** la quotazione consente agli azionisti, che desiderano trasferire il possesso dell'azione, di liquidare in tutto o in parte l'investimento, agevolando la gestione di eventuali passaggi generazionali.
- **Attrarre risorse qualificate:** la quotazione fornisce alla società prestigio e standing tali da facilitare l'attrazione di risorse qualificate.
- **Ottenere agevolazioni fiscali:** per incentivare le imprese, specialmente le realtà più piccole, ad accedere ai mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A., il decreto interministeriale del 23 aprile 2018⁸ ha approvato il credito d'imposta sul 50% dei costi di consulenza associati al processo di IPO.

In letteratura economica esiste una limitata raccolta di studi e ricerche che mette in evidenza i motivi per cui un'impresa decide di quotarsi. Gli studiosi, generalmente, sostengono che il modo più ovvio per testare il motivo per cui le aziende diventano pubbliche (procedendo al cosiddetto *listing*) è quello di confrontare le realtà che decidono di “rendersi pubbliche” con quelle che non effettuano il listing e valutarne analogie e differenze. Tuttavia, le informazioni necessarie per condurre tale analisi su un'impresa privata non sono, nella maggior parte dei casi, rese pubbliche e ciò causa una particolare complessità, se non addirittura impossibilità, nello studiarne analogie e differenze. Più avanti nella trattazione, verranno citati alcuni studi a riguardo.

Tuttavia, prima di addentrarmi nel filone di studi empirici che spiegano i motivi per cui un'impresa decide di quotarsi, ritengo opportuno citare una famosa teoria, detta dell'ordine di scelta o *pecking order*, che spiega, ancor prima di considerare l'eventuale quotazione in Borsa, le diverse fonti di finanziamento che un'impresa può valutare per intraprendere le proprie strategie di investimento.

Ricordo quindi brevemente che, considerando la tesi espressa nella teoria del “*pecking order*” (Myers 1984)⁹ le imprese, nell'effettuare la scelta della propria struttura finanziaria, si basano su una precisa

⁸ Il presente decreto, in attuazione dell'art. 1, commi da 89 a 92, della legge 27 dicembre 2017, n. 205, definisce le modalità e i criteri di riconoscimento del credito d'imposta alle PMI per costi di consulenza sostenuti a decorrere dal 1° gennaio 2018 fino al 31 dicembre 2020 e finalizzati all'ammissione alla loro quotazione in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo.

⁹ La teoria dell'ordine di scelta (*pecking order*) è stata sviluppata da S.C.Myers in un articolo intitolato *The Capital Structure Puzzle* nel Luglio 1984

gerarchia nell'utilizzo delle fonti di finanziamento in ragione di una strategia di autosufficienza finanziaria che, in definitiva, si realizza nel più ampio obiettivo di sopravvivenza dell'impresa. Esiste quasi sempre, perciò, un ordine gerarchico nelle fonti di finanziamento e la scelta di utilizzare il capitale di rischio è, nella maggior parte dei casi, l'ultima da considerare. Il finanziamento bancario viene preferito all'emissione azionaria per alcuni motivi fondamentali, tra cui:

- Vantaggi fiscali del debito. Gli interessi passivi rappresentativi del costo del debito percepiti dalla società a seguito del finanziamento bancario rappresentano costi deducibili fiscalmente dal reddito imponibile.
- Il secondo motivo riguarda l'incremento di valore che le banche, attraverso la concessione del finanziamento all'impresa, producono nei confronti della società indebitata. Ciò capita perché nel momento in cui la banca decide di concedere il finanziamento all'impresa per sostenere le sue strategie di investimento, essa stessa dimostra di credere nella *mission* dell'impresa e favorisce, di conseguenza, un miglioramento dell'immagine aziendale. La reputazione dell'impresa riceverebbe maggiore positività anche nel caso in cui la società fosse puntuale nel rimborso della quota capitale e della quota interessi maturata nel corso del finanziamento. In questo caso, infatti, il mercato riceverebbe un segnale favorevole dall'impresa e questo potrebbe avere, nel medio/lungo termine, risvolti interessanti in termini di immagine aziendale.

Se immaginassimo la spiegazione della sopracitata teoria attraverso la costruzione di una piramide, potremmo collocare al *top* di essa il finanziamento societario attuato mediante l'utilizzo dei fondi interni, ossia il cosiddetto autofinanziamento in cui vengono utilizzati principalmente gli utili non distribuiti (che possono perciò essere reinvestiti) risalenti agli anni precedenti; nella sezione intermedia della piramide verrebbe collocato il finanziamento di terzi, ossia mediante debito bancario, nonché mediante l'emissione di obbligazioni e, in ultima posizione, l'emissione azionaria.

Il motivo per cui un'impresa debba scegliere l'autofinanziamento quale miglior metodo per ricorrere al capitale necessario ai fini delle strategie di investimento, deriva dal vantaggio di costo che esso può fornire alla società. L'autofinanziamento, infatti, è una fonte disponibile che permette al management di mantenere livelli elevati di autonomia rispetto alle negoziazioni sul mercato e ai rapporti con gli enti creditizi.

Dopo aver esposto in maniera sintetica che cosa prevede la teoria dell'ordine di scelta (*pecking order theory*) in merito alla gerarchia delle fonti di finanziamento attuabili da un'impresa, proseguo la

trattazione focalizzandomi su alcune teorie che spiegano il/i motivo/i per cui un'impresa decide di intraprendere il processo di quotazione sui mercati regolamentati.

Secondo la teoria sviluppata da Ibbotson e Ritter (1995)¹⁰, la decisione di quotarsi costituisce sempre parte del ciclo vitale di un'azienda in quanto tutte le imprese dovrebbero procedere al listing nel momento in cui raggiungono l'apice dello sviluppo ed in ragione delle maggiori dimensioni raggiunte dalle stesse. L'immissione nel mercato dei capitali si rivela, quindi, la via necessaria per rispondere ai fabbisogni finanziari dell'impresa. In tale contesto, la quotazione si rende necessaria nel momento in cui l'investimento da effettuare sarebbe troppo grande ed illiquido se le azioni non fossero quotate.

Rydqvist e Högholm (1995)¹¹ esplorano il motivo per cui le aziende si rivolgono al pubblico esaminando le ragioni che le stesse forniscono all'interno dei loro prospetti. I dati utilizzati nel loro studio fanno riferimento al periodo storico che va dal 1970 al 1991 in Svezia. Osservando i risultati, è facile notare che le motivazioni finanziarie sono quasi sempre indicate nel prospetto di un'impresa svedese (97%) che decide di quotarsi. In aggiunta, essere in grado di crescere economicamente pare sia la motivazione più ricorrente nelle imprese: infatti, il 64% procede al listing per poter crescere immediatamente e il 48% dichiara di quotarsi poiché, grazie alla quotazione, crescere in un futuro più o meno lontano sarà più semplice.

Alcuni anni dopo, Bancel e Mittoo (2007)¹² hanno intervistato 78 CFOs in 12 differenti paesi dell'UE in merito ai motivi per cui un'impresa decide di quotarsi. Tra le varie conclusioni a cui sono giunti, il miglioramento a livello di visibilità e prestigio è di gran lunga il motivo principale che spinge le società ad accedere in Borsa. I risultati ottenuti attraverso la ricerca effettuata dai due studiosi indicano anche che sussistono differenti motivazioni in relazione al paese di appartenenza e alla dimensione dell'impresa. Le società di grandi dimensioni tipicamente considerano il monitoraggio esterno quale beneficio principale conseguente alla quotazione in Borsa, le imprese di piccole dimensioni decidono di quotarsi per motivi strettamente finanziari, ossia la possibilità di raccogliere risorse che verranno investite in azienda in ottica di una crescita futura. In ultimo, le imprese a

¹⁰ R.G.Ibbotson, J.R.Ritter, Initial Public Offerings, Chapter 30, 1995, pubblicato in Handbooks in Operations Research and Management Science Volume 9, 1995, Pages 993-1016

¹¹ K.Ridqvist, K.Högholm, Going public in the 1980s: Evidence from Sweden, November 1995. The paper has been circulated under the title "The decision to go public—an empirical study of Swedish corporations".

¹² F.Bancel, U.R.Mittoo, "Why European firms go public?", October 2007

controllo familiare utilizzano l'IPO come mezzo per incentivare il proprio potere contrattuale con i creditori senza rinunciare al controllo societario.

Dal punto di vista geografico, i due studiosi hanno sottolineato come le imprese operanti nel contesto anglosassone siano generalmente intenzionate al listing in relazione alla maggiore liquidità che si verrebbe a creare sul mercato e che permetterebbe, di conseguenza, uno scambio più fluido tra gli investitori. Le imprese italiane, invece, si focalizzano sul minor costo del capitale quale beneficio assoluto derivante dalla quotazione in Borsa.

1.2.2 I costi della quotazione in Borsa

A fronte dei diversi benefici relativi alla quotazione in borsa, citati in precedenza, si possono presentare diversi costi, anche ingenti. I costi sostenuti dalla società emittente legati al processo di quotazione possono variare di molto; questi sono infatti influenzati da una serie di fattori quali la complessità dell'operazione di IPO, la dimensione della società coinvolta e l'articolazione della procedura di offerta al pubblico.

Tuttavia, la quotazione in Borsa è orientata ad un miglioramento generale del profilo aziendale, perciò, piuttosto che di costi, sarebbe più opportuno parlare di "investimenti" necessari per finalizzare la quotazione in Borsa, in quanto la decisione di diventare una società "pubblica" comporta diversi benefici (menzionati precedentemente) che aiutano la società a creare valore nel lungo termine.

Oltre ai costi, gli svantaggi che potrebbero emergere da un'operazione di IPO riguardano il lungo periodo di tempo che la pianificazione e l'esecuzione di un IPO richiede. Tali fattori risultano particolarmente svantaggiosi per la società nel caso in cui il troppo focus sul processo di quotazione rischierebbe di "distrarre" il management dal *core business* aziendale.

I costi sostenuti dall'emittente legati all'operazione di IPO sono suddivisi in oneri *ante* quotazione ed oneri *post* quotazione. I primi riguardano ovviamente le spese strettamente legate all'iter di quotazione mentre i secondi vengono sostenuti in ottica di una futura permanenza nel listino.

La prima tipologia di costi, ossia quelli sostenuti nella fase precedente la quotazione della società è legata al processo di IPO che, spesso, risulta essere molto lungo e articolato poiché coinvolge diversi soggetti. Ovviamente, come già citato in precedenza, i costi sostenuti *ante* quotazione possono variare

di molto in relazione alla complessità aziendale e allo *standing* del mercato. Tuttavia, al di là delle differenze che si possono presentare in merito alla dimensione delle spese sostenute, le tipologie di costi sono, generalmente, identiche per tutte le società che si affacciano all'iter di quotazione in Borsa. Possiamo riassumerli di seguito:

- **Costi legali.** Tali spese vengono sostenute per la preparazione del cosiddetto *documento di ammissione* anche conosciuto come *prospetto informativo* richiesto dalla CONSOB¹³. In generale, i costi legali sono riferiti agli aspetti prettamente contrattuali dell'operazione di IPO.
- **Costi legati all'attività dello *sponsor*.** Ricordando brevemente che lo *sponsor* è la figura che collabora con l'emittente durante tutto il processo di quotazione, quest'ultimo riceve una commissione fissa come ricompensa del lavoro svolto al fianco della società.
- **Costo della società di revisione e/o altri consulenti che intervengono durante il processo.** Il soggetto emittente sostiene spese riguardanti la revisione contabile dei *financial statements* che vengono inclusi all'interno del documento di offerta, la verifica da parte dei revisori dei relativi documenti comprese le cosiddette *comfort letter*, ossia un documento emesso dalla società di revisione che assicura la solidità finanziaria dell'impresa.
- **Costi sostenuti a favore di CONSOB e Borsa Italiana S.p.A..** La Consob esercita attività di vigilanza nei confronti dell'intera operazione di IPO, mentre Borsa Italiana S.p.A. si occupa della gestione delle transazioni all'interno dei mercati regolamentati in cui viene negoziato il titolo azionario.
- **Costi di marketing, presentazione agli investitori istituzionali e di comunicazioni a mezzo stampa.**

È importante precisare che i costi menzionati in precedenza sono considerati fissi e si differenziano dai costi variabili che una società emittente sostiene in relazione, per esempio, al collocamento dei titoli azionari guidato dal Global Coordinator¹⁴ o dal broker, all'attività degli amministratori, alla preparazione di una qualsiasi valutazione, alle attività ambientali e, soprattutto, all'impiego di tempo richiesto al personale coinvolto nel processo di preparazione all'IPO.

Per quanto riguarda il periodo successivo all'IPO, una fonte di costo che spesso le società quotate devono sostenere è legata al processo di stabilizzazione del prezzo. Nel momento in cui iniziano le negoziazioni del titolo, infatti, la banca che fa da intermediario nel processo di IPO viene coinvolta allo scopo di evitare che il prezzo del titolo appena emesso possa fluttuare eccessivamente. Il

¹³ La CONSOB è l'organo di controllo del mercato finanziario italiano. È stata istituita con legge 7 giugno 1974 n.216

¹⁴ Il ruolo di Global Coordinator è ricoperto da soggetti come le banche di investimento, autorizzate dal TUB (Testo Unico Bancario) ad eseguire compiti di collocamento dei titoli oppure da qualunque intermediario finanziario ai sensi dell'art.107 del TUB

fenomeno della stabilizzazione del prezzo di un titolo verrà, tuttavia, approfondito successivamente nella sezione riguardante le teorie istituzionali che spiegano l'IPO underpricing.

1.3 I requisiti di un'operazione di IPO

Al fine di realizzare una quotazione di successo, la società quotanda ha l'obbligo di soddisfare alcuni requisiti *formali* previsti dai regolamenti dei mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. ed un insieme di requisiti denominati *sostanziali* che riguardano le caratteristiche fondamentali della società.

I requisiti formali e sostanziali richiesti per la quotazione in Borsa Italiana S.p.A. possono essere sintetizzati nella seguente tabella.

Tabella 1 - Requisiti formali e sostanziali per la quotazione in Borsa Italiana S.p.A.

REQUISITI SOSTANZIALI	REQUISITI FORMALI
<ul style="list-style-type: none"> • <i>Orientamento alla creazione di valore</i> • <i>Strategia chiara e dettagliatamente riportata nel piano industriale</i> • <i>Appartenza ad un settore con opportunità di crescita</i> • <i>Buon posizionamento competitivo</i> • <i>Struttura finanziaria equilibrata</i> • <i>Autonomia gestionale e organizzazione manageriale</i> • <i>Marginalità in crescita</i> • <i>Organizzazione manageriale</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Certificazione del bilancio (se esistente)</i> • <i>Governance</i> • <i>Capitalizzazione di mercato</i> • <i>Flottante minimo di IPO pari al 10%</i>

Fonte: Elaborazione personale

Mentre i requisiti sostanziali sono generalmente gli stessi per tutti i mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A., per quel che concerne i requisiti formali, essi possono variare a seconda del segmento di

mercato in cui viene incluso il titolo; tali modifiche riguardano sia la dimensione minima dell'azienda, che la quota di capitale da porre sul mercato, la procedura di quotazione, la documentazione richiesta nonché la struttura di governo societario.

Al fine di chiarire al meglio come cambiano i requisiti formali a seconda dei diversi mercati di riferimento, si mostra di seguito una tabella riassuntiva dei diversi requisiti richiesti da Borsa Italiana S.p.A..

Tabella 2 - Requisiti formali per la quotazione in Borsa nei diversi segmenti

	MTA		Segmento STAR	AIM Italia
Flottante	25%		35%	10%
Bilanci certificati	3		3	3
Documento d'offerta	Prospetto (Consob)	informativo	Prospetto informativo	Documento di ammissione (Borsa)
Capitalizzazione minima (€)	Min 40 m		Min 40 m; max 1000 m	Nessun requisito
Cda (n. indipendenti)	Raccomandato (Codice di corp.gov)		Obbligatorio (Numero dal regolamento)	Nessun requisito
Comitato controllo interno	Raccomandato (Codice di corp.gov)		Obbligatorio (Maggioranza di amm. indep.)	Nessun requisito
Dati trimestrali	I-III quarter: resoconti trimestrali di gestione		I-III quarter: resoconti trimestrali di gestione	Nessun requisito
Principale consulente	Sponsor/Global coordinator		Sponsor/Global coordinator	Nomad
Specialista	NO		Obbligatorio	Obbligatorio

Fonte: Borsa Italiana S.p.A.

Se osserviamo attentamente la tabella, possiamo immediatamente concludere che, al contrario del mercato MTA¹⁵ e del segmento STAR¹⁶, l'AIM Italia¹⁷ non richiede criteri minimi di accesso da soddisfare in termini di dimensione della società (ossia di capitalizzazione di mercato) e di struttura di governo societario. Inoltre, è possibile notare che lo stesso segmento obbliga le società a possedere un flottante minimo del 10% rendendo, di fatto, possibile un accesso molto graduale nel mercato regolamentato.

Per quanto riguarda i requisiti formali complessivi richiesti dai tre diversi segmenti di Borsa Italiana S.p.A., osservando attentamente la tabella, possiamo dedurre che il segmento STAR è, tra tutti gli altri tre, decisamente più stringente in termini di flottante, governance ed informazioni periodiche richieste dalla regolamentazione per soddisfare al meglio le esigenze degli investitori.

1.4 Il processo dell'IPO

L'operazione di IPO è, di norma, molto lunga, spesso anche complessa e si articola, generalmente, nelle seguenti fasi:

- **Riunione di lancio dell'operazione:** in questa fase il manager della società incontra i consulenti incaricati di sviluppare il processo di quotazione e vengono successivamente assegnate le rispettive responsabilità; obiettivo di tale fase è anche la pianificazione dei tempi della procedura di quotazione. È in questo frangente che si provvede, inoltre, alla preparazione del cosiddetto piano industriale.¹⁸
- **Due Diligence:** in questa fase lo sponsor, cioè l'intermediario finanziario nominato dall'emittente che assiste lo stesso nello svolgimento dell'intero processo di quotazione, e i

¹⁵ Acronimo di Mercato Telematico Azionario. È uno dei mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. in cui vengono negoziate le azioni, le obbligazioni convertibili, i diritti di opzione e i warrant

¹⁶ Acronimo di Segmento Titoli con Alti Requisiti. Fa parte del mercato MTA ed è anch'esso gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Al suo interno sono negoziati i titoli emessi dalle PMI con caratteristiche di eccellenza allo scopo di valorizzare anche le realtà economiche più piccole e di aumentarne la loro visibilità nei confronti gli investitori.

¹⁷ Acronimo di Alternative Investment Market ossia il mercato alternativo del capitale. Sempre gestito da Borsa Italiana S.p.A., ha l'obiettivo di raccogliere fondi per le PMI.

¹⁸ Come esposto nella Guida al Piano Industriale di Borsa Italiana S.p.A., *il piano industriale è il documento che illustra le intenzioni strategiche del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi. Esso ha un ruolo vitale nell'ambito della gestione delle imprese in quanto risulta utile al management per la rappresentazione della propria visione imprenditoriale; ai componenti del Consiglio di Amministrazione per svolgere appieno il ruolo di indirizzo e controllo della società; all'impresa per attirare risorse, umane e finanziarie, necessarie alla realizzazione dell'Action Plan.*

consulenti effettuano un'approfondita analisi qualitativa e quantitativa della società, con lo scopo di identificare i fattori critici di successo e tutti gli elementi indispensabili ai fini della valutazione della fattibilità finanziaria della quotazione e del valore da attribuire al titolo in emissione. La durata di tale processo è, di norma, di circa 30 giorni e viene effettuato nel primo mese dell'offerta pubblica.

- **Redazione del prospetto informativo:** è approntato dallo sponsor insieme al management della società ed ai consulenti legali sulla base dei risultati delle analisi svolte nella fase precedente. Dal punto di vista contenutistico, all'emittente o all'offerente viene chiesto di inserire nel prospetto qualsiasi informazione necessaria per consentire agli investitori di poter esprimere un proprio giudizio sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società. La versione definitiva del prospetto informativo viene depositata presso la Consob.
- **Ammissione a quotazione:** Borsa Italiana S.p.A., entro due mesi dalla presentazione della domanda di quotazione, delibera e comunica all'offerente l'ammissione o il rigetto della medesima, dandone contestuale comunicazione alla Consob e rendendo, infine, pubblica la decisione mediante proprio avviso. Borsa Italiana S.p.A., oltre alla possibile accettazione o respinta della domanda di ammissione a quotazione, si riserva anche la possibilità di subordinare l'ammissione a quotazione a qualsiasi condizione ritenuta opportuna ai fini della tutela degli investitori.
- **Pubblicazione e distribuzione agli analisti del rapporto di ricerca:** obiettivo di questa fase è quello di considerare l'opinione degli investitori sul posizionamento e la valutazione della società, attraverso l'offerta agli analisti finanziari di tutti gli elementi necessari per esprimere il proprio giudizio. Il rapporto contiene una dettagliata analisi della società quotanda, una presentazione della struttura dell'offerta e una descrizione delle metodologie di valutazione utilizzate.
- **Costituzione del consorzio di collocamento:** il consorzio di collocamento è un'associazione di banche o imprese di investimento con l'obiettivo di provvedere al collocamento dei titoli per conto dell'emittente. Il consorzio di collocamento può assumere tre differenti configurazioni:
 - *di semplice collocamento* in cui i consorziati sollecitano l'acquisto e la sottoscrizione dei titoli tramite la loro rete di sportelli e/o promotori finanziari.

- *di assunzione a fermo* in cui i titoli vengono acquistati dai partecipanti al consorzio e successivamente offerti al pubblico al prezzo stabilito.
 - *di collocamento e garanzia* che impegna la capofila ad acquistare la parte di emissione eccedente la sottoscrizione nel momento in cui il collocamento volge al termine.
- **Pre-marketing:** gli analisti delle banche del consorzio di collocamento incontrano in maniera informale i potenziali investitori istituzionali per presentare l'emittente, al fine di formare un giudizio su un possibile intervallo di prezzo preliminare. Durante questa fase gli investitori hanno la possibilità di manifestare le proprie perplessità e di familiarizzare meglio con la società. Inoltre, in questa fase, viene sviluppata la raccolta degli ordini da parte degli investitori.
 - **Roadshow:** al fine di incrementare l'interesse per l'operazione, il management della società quotanda partecipa ad una serie di incontri, organizzati nelle principali piazze finanziarie, per presentare sè stesso e i dati chiave della società ai potenziali investitori.
 - **Bookbuilding:** si tratta di un'asta imperfetta utilizzata per il collocamento della tranche rivolta agli investitori istituzionali. L'asta in questione viene definita imperfetta sia perché limitata dalla forchetta di prezzo, sia perché ciascun investitore può formulare più di una richiesta e può modificare la stessa in tempi diversi.
 - **Fissazione del prezzo:** il prezzo viene determinato in due fasi successive:
 - L'assemblea approva l'intervallo di prezzo, ossia fissa soglie minime e massime di prezzo sufficientemente distanti tra loro in modo da considerare eventuali variazioni nelle condizioni di mercato.
 - In base ai risultati del bookbuilding si determina il prezzo di collocamento, che è unico per tutti gli investitori e non è modificabile nel corso dell'offerta.
 - **Assegnazione dei titoli:** entro cinque giorni dalla fine dell'offerta pubblica vengono consegnate e pagate le azioni.
 - **Inizio delle negoziazioni:** questa è la fase conclusiva del processo di quotazione che coincide con l'avvio delle transazioni sul mercato. Durante il primo giorno di negoziazioni si determina

il prezzo di mercato del titolo, mentre durante il primo mese di negoziazioni il consorzio può intervenire sul mercato per sostenere l'andamento delle negoziazioni.

1.5 Il fenomeno dell'IPO in Italia

Per meglio comprendere il contesto nel quale si collocano le dinamiche dell'IPO in Italia, è opportuno focalizzare l'attenzione sull'evoluzione del mercato azionario italiano.

Agli inizi degli anni '90, il mercato azionario italiano era caratterizzato da una marcata arretratezza nei confronti degli altri paesi europei. I motivi principali sono tre.

1. Tardiva istituzione e limitata presenza dei cosiddetti investitori istituzionali come, per esempio, i fondi comuni di investimento. Per quanto riguarda il processo di IPO, infatti, gli investitori istituzionali, ossia coloro che per proprie caratteristiche e dimensioni hanno la possibilità di apportare capitali importanti all'interno delle società quotande, riescono a sostenere il mercato azionario. Durante il cosiddetto periodo *post IPO*, le istituzioni vendono porzioni significative delle IPO precedentemente acquistate ad altri investitori sul mercato secondario sostenendo, in tal modo, il mercato azionario.
2. Limitato interesse per l'investimento azionario da parte delle famiglie italiane le quali, al contrario, erano maggiormente attratte dal rendimento dei titoli di Stato, molto meno rischiosi. Questo secondo fattore di arretratezza del mercato azionario è da associare alla scarsa propensione al rischio da parte della popolazione italiana rispetto ad altri soggetti come, per esempio, le famiglie americane.
3. Ancora una volta, la centralità della banca, prassi tipica del nostro sistema finanziario (sistema banco-centrico).

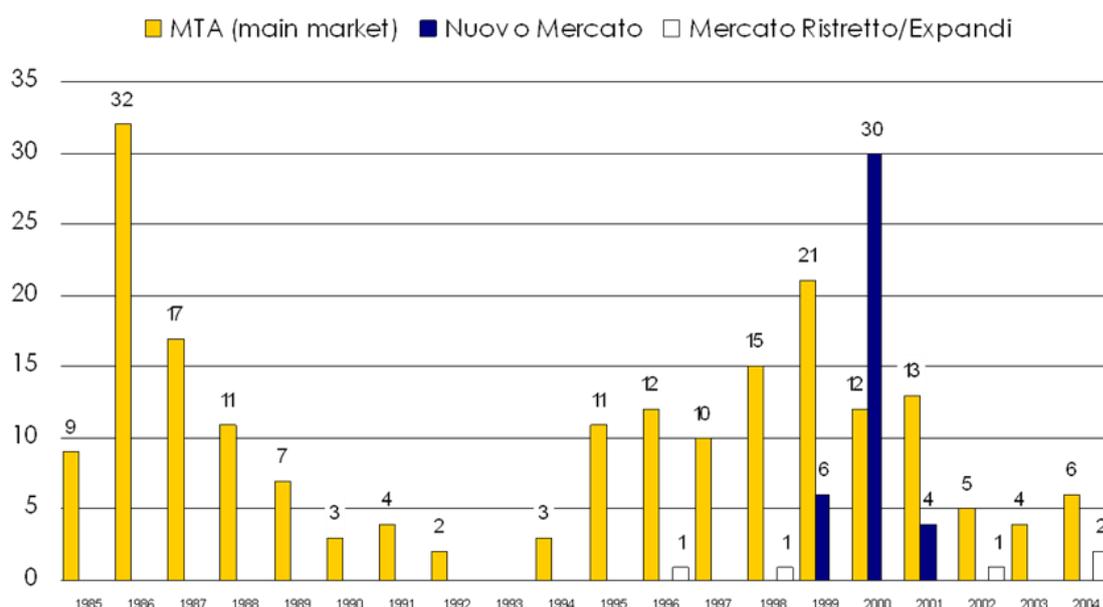
Il mercato italiano delle IPO ha vissuto il suo primo vero periodo di successo durante la fine degli anni '90, in larga parte come conseguenza al processo delle privatizzazioni di diversi settori economici e finanziari. Le società più famose che hanno subito la privatizzazione sono, per esempio, Eni, Enel, Autostrade, IMI, INA e Credito Italiano.

In tale contesto, le borse segnano un periodo in cui cresce la capitalizzazione, misurata attraverso il prodotto tra il numero di titoli esistenti e il corso dei titoli quotati. Borsa Italiana S.p.A. ha investito molteplici risorse per cercare di attrarre le società al listing e, infatti, in questo periodo storico, si registra un aumento del numero di società che accedono alla quotazione con conseguente moltiplicazione degli scambi. Inoltre, diverse misure sono state approvate dal governo italiano allo scopo di favorire l'accesso in Borsa Italiana S.p.A. da parte delle piccole e medie imprese italiane (PMI). A mero titolo di esempio possiamo citare, per le imprese quotate tra il 1995 e il 1997, la c.d. "Legge Tremonti" (Decreto Legge del 10 giugno 1994, n. 537), che ha introdotto una riduzione, per un periodo massimo di tre anni, di sedici punti percentuali (dal 36 al 20 per cento) dell'aliquota IRPEG per le società che avessero ottenuto l'ammissione dei loro titoli su di un mercato regolamentato (Mercato Ufficiale e Mercato Ristretto) a condizione che il loro patrimonio netto fosse inferiore a 500 Mld di Lire.

Il periodo storico compreso tra il 1998 e il 2000 è stato caratterizzato dalla bolla delle dot-com che si gonfiò alla fine degli anni '90 e raggiunse il culmine nei primi tre mesi del 2000. Come tutte le bolle speculative, finì per scoppiare. Il mercato italiano, in tale contesto, fu coinvolto in una seconda ondata di IPOs dato che, un elevato numero di società operanti nel settore dell'informatica, dei servizi pubblici e della moda decisero di compiere il cosiddetto *listing* sul mercato di Borsa.

A conferma della consistente evoluzione del mercato italiano delle IPOs durante i primi anni 2000, viene rappresentato, di seguito, un grafico che mostra il numero delle IPO in Italia tra il 1985 e il 2004.

Figura 1 - Evoluzione delle IPOs in Italia tra il 1985 e il 2004



Fonte: The evolution of Initial Public Offerings in Italy F.Dalle Vedovea, G. Giudici, A.Randone, June 2005

Il grafico mostra i livelli di IPO all'interno di tre mercati di Borsa Italiana S.p.A. nel periodo compreso tra il 1985 e il 2004. L'elemento di maggiore interesse, che vale la pena sottolineare, riguarda proprio l'incremento del numero di IPO durante la fine degli anni '90 e l'inizio del nuovo millennio. Le cause di tale situazione, come già anticipato precedentemente, riguardano, tra le altre cose, il diffondersi della bolla delle dot-com con conseguente aumento del numero di imprese che compiono il listing sul mercato di Borsa Italiana S.p.A..

Dal 2005 al 2017, periodo di analisi del presente elaborato, 196 società italiane hanno fatto ricorso al listing nei mercati regolamentati da Borsa Italiana S.p.A..

Il numero delle società che ricorrono all'IPO, nel periodo compreso tra il 2005 e il 2017, seppur ancora piuttosto elevato nei primi anni, subisce una forte riduzione a seguito della crisi finanziaria del 2007. I maggiori effetti della crisi sul mercato azionario italiano vengono evidenziati durante gli anni 2011-2012 in cui la Borsa Italiana S.p.A. vede ridursi notevolmente il numero di società che fanno ingresso sul mercato regolamentato. Tuttavia, il 2013 è un anno in cui, all'interno del mercato delle IPO, si nota una lenta ma continua crescita sulla scia di un nuovo canale di privatizzazione annunciato dal governo italiano. Alcuni numeri ci aiutano a comprendere la solida reazione del mercato delle IPO alla crisi finanziaria: l'ammontare di capitale prodotto tramite le operazioni di IPO

fu di circa € 2.9 miliardi nel 2014, € 5.7 miliardi nel 2015, € 1.4 miliardi nel 2016 e € 5.4 miliardi nel 2017¹⁹.

1.6 Definizione e aspetti generali dell'IPO underpricing

Uno dei fenomeni più analizzati e discussi associati alle IPO è il cosiddetto *underpricing*, anche conosciuto come *initial return*, vale a dire il collocamento del titolo ad un prezzo che, in media, risulta essere sensibilmente inferiore a quello registrato successivamente nei primi scambi sul mercato secondario. La riduzione del prezzo del titolo e la successiva impennata durante i primi giorni di negoziazione fanno sì che il rendimento percepito dall'emittente associato al titolo sia positivo. Questo è il motivo per cui il fenomeno dell'IPO underpricing è anche conosciuto come rendimento iniziale positivo (*positive initial return*).

L'underpricing può essere calcolato utilizzando la formula "Raw Initial Return (RIR)", che incorpora semplicemente la differenza percentuale tra il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione ($P_{i,1}$) e il prezzo di offerta dell'IPO ($P_{0,i}$).

$$RIR_{i,t} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}}$$

Il metodo di calcolo dell'underpricing basato sul "Raw Initial Return (RIR)" non restituisce uno sfasamento temporale tra il giorno di chiusura e il primo giorno di negoziazione del titolo scambiato. Durante tale periodo possono verificarsi molteplici cambiamenti nelle condizioni di mercato e, di conseguenza, il rendimento iniziale (*initial return*) misurato può essere il risultato di tali cambiamenti. Quindi il rendimento iniziale dovrebbe, nel caso in cui ciò fosse possibile, essere adeguato ai cambiamenti e alle variazioni del mercato. Per tale ragione, viene introdotto di seguito un nuovo metodo di stima dell'IPO underpricing.

L'alternativa al calcolo precedente prevede la stima dell'IPO underpricing attraverso la formula "Market Adjusted Initial Return (MAIR)" che tiene in considerazione, appunto, dell'andamento

¹⁹ Dati economici forniti da Enrico Giordano e Federico Amoroso, capitolo 10 nel libro intitolato *The Initial Public Offerings Law Review*, Terza Edizione, David J Goldschmidt, pag. 101

generale del mercato azionario nel tempo compreso tra la data di chiusura della sottoscrizione delle azioni e il primo giorno di negoziazioni. In simboli:

$$MAIR_{i,t} = \left[\frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} - \frac{MI_{i,1} - MI_{i,0}}{MI_{i,0}} \right]$$

Dove $P_{i,1}$ e $P_{i,0}$ sono rispettivamente il prezzo di chiusura del titolo durante il primo giorno di negoziazione e il prezzo di offerta dell'IPO, $MI_{i,1}$ è l'indice generale dei prezzi di mercato alla fine del primo giorno di negoziazione e $MI_{i,0}$ è l'indice generale dei prezzi di mercato alla fine del periodo di sottoscrizione delle azioni.

L'underpricing può essere considerato un mezzo per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta, oppure uno strumento per superare eventuali controversie tra i partecipanti o, ancora, un elemento per ottenere un azionariato di maggioranza sufficientemente diffuso funzionale a rendere la società più difficilmente scalabile.

Data la notevole importanza dell'IPO underpricing all'interno di questo elaborato in quanto variabile dipendente nell'analisi empirica, per meglio comprenderne il significato intrinseco, è necessario fare riferimento ad alcuni studi che diversi economisti hanno effettuato nel tempo.

1.7 Teorie sull'IPO underpricing

Viene fornita, di seguito, una rassegna di diverse teorie economiche sviluppate nel tempo in ambito di IPO underpricing.

Le teorie sviluppate da diversi economisti riguardo il fenomeno dell'underpricing possono essere raggruppate in quattro categorie:

1. Teorie che esprimono l'underpricing come conseguenza di un problema di asimmetria informativa.
2. Teorie che spiegano l'underpricing come conseguenza di determinati contesti istituzionali.
3. Teorie basate sull'assetto proprietario e il controllo.
4. Teorie che trattano l'underpricing da un punto di vista comportamentale.

Partiamo con l'esposizione della prima categoria di teorie ossia l'underpricing visto come conseguenza di asimmetria informativa.

1.7.1 Teorie basate sull'asimmetria informativa

È fondamentale precisare che, durante il processo di IPO, le parti principali coinvolte durante la transazione sono la società offerente, la banca che fa da intermediario durante l'operazione e l'investitore. I modelli che utilizzano il fenomeno dell'asimmetria informativa per spiegare l'IPO underpricing suppongono che, durante l'intera transazione, una delle tre parti possieda maggiore conoscenza rispetto agli altri.

Una delle prime teorie che riguardano il fenomeno dell'underpricing basate sul problema dell'asimmetria informativa è sviluppata da Baron (1982)²⁰. Egli sostiene che la banca d'investimento o *underwriter* (ossia l'intermediario coinvolto nell'operazione di IPO) possieda maggiori informazioni circa le condizioni di domanda rispetto alla società offerente, causando il cosiddetto problema di agenzia. In merito al rapporto di agenzia, infatti, le asimmetrie informative sono a favore della banca responsabile del collocamento, la quale dispone di maggiori informazioni rispetto al principale (ossia il proprietario, in questo caso rappresentato dalla società offerente). A causa di tale maggior informazione posseduta, quest'ultima assumerà il ruolo di delegata riguardo la decisione sul prezzo di offerta del titolo emesso. Baron (1982) sostiene, inoltre, che l'underpricing rappresenta il costo che la società offerente sostiene per monitorare il comportamento della banca nel suo ruolo di intermediario.

²⁰ Baron, D. P. "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues." *Journal of Finance*, 37 September 1982

Un'altra teoria molto interessante è stata suggerita da Kevin Rock (1986). Nel suo modello di selezione avversa lo studioso presuppone l'esistenza di un gruppo di investitori informato ed uno non informato. Nel modello di Rock gli investitori informati, in possesso di una certa conoscenza del *fair value* delle IPOs, partecipano solo ad IPO underpriced, attratti dal prezzo inferiore al valor nominale; al contrario, il gruppo di investitori non informati, in quanto tali, prende parte a tutte le IPO. Per quanto riguarda le IPO underpriced, gli ordini degli investitori non informati sono *rationed*, per via della forte domanda del gruppo informato, mentre nelle IPO overpriced, i non informati sono gli unici partecipanti e, di conseguenza, soffrono della cosiddetta *maledizione del vincitore* (*winner's curse*).

Perché tale fenomeno viene definito *maledizione del vincitore*? Il gruppo di investitori non informati avrebbe ricevuto la totalità delle azioni da essi richieste solo nel caso in cui si fosse manifestato il cosiddetto overpricing, del quale essi, per la loro natura di non informati, erano del tutto ignari; certamente se essi fossero venuti a conoscenza di un prezzo di offerta del titolo maggiore del suo prezzo nominale (overpricing), se ne sarebbero tenuti immediatamente alla larga. Contrariamente, gli stessi, avrebbero ottenuto meno dell'atteso, oppure, nei casi estremi, addirittura nulla, qualora avessero partecipato ad IPO vantaggiose, nelle quali la presenza e concorrenza del gruppo di investitori informati avrebbe reso necessaria un'operazione di razionamento delle azioni.

Nel suo modello, Rock descrive il concetto di underpricing quale strumento necessario per attirare contestualmente anche gli investitori meno informati e proteggere la liquidità del mercato finanziario. Venendo a conoscenza della *maledizione del vincitore*, infatti, il gruppo di investitori meno informati si astiene dal partecipare a tutte le IPO aspettando solo quelle underpriced. L'obiettivo dello studioso è quello di garantire, attraverso tale strumento, un rendimento positivo dall'operazione, essendo questa l'unica modalità per assicurare la presenza sul mercato da parte dei meno informati. Lo stesso Rock spiega inoltre che sia la banca che la società emittente non sono completamente informati circa il vero valore delle azioni: i due soggetti si trovano in una posizione potenzialmente svantaggiosa dal punto di vista informativo, perché sono obbligati a rivelare al mercato la totalità delle informazioni contenuta nel prospetto informativo senza tuttavia poter ottenere tutte le possibili informazioni che, molto probabilmente, sono possedute dalla categoria di investitori informati generalmente rappresentati dagli istituzionali. Questa conclusione a cui giunge Rock scaturisce dal pensiero secondo il quale, anche se la banca e l'emittente possiedono una conoscenza completa del mercato rispetto al singolo individuo, essi non conoscono abbastanza riguardo la totalità degli individui presenti all'interno del mercato.

Dopo aver brevemente descritto due delle più rilevanti teorie in ambito di asimmetria informativa, la trattazione si orienta verso una seconda categoria altrettanto rilevante in termini di IPO underpricing che concerne una vasta gamma di teorie raggruppate secondo determinati contesti istituzionali. Tali teorie sono legate alla collocazione geografica della società che intende intraprendere il percorso di quotazione all'interno di un mercato regolamentato.

1.7.2 Teorie istituzionali

Alcune teorie istituzionali fanno riferimento all'articolato contesto del *litigation risk* ossia il rischio di contenzioso tra la società quotata ed i suoi investitori. Il problema di tale filone teorico risiede nella sua limitata applicabilità; solo negli USA vi sono maggiori evidenze empiriche e, perciò, a causa della mancanza di veri e propri studi applicati al nostro Paese, verrà data poca importanza a tale filone di teorie.

Secondo le teorie istituzionali appartenenti al fenomeno del *litigation risk*, i cui primi studi risalgono a Logue (1973)²¹ e Ibbotson (1975)²², le società emittenti titoli vendono deliberatamente le loro azioni ad un prezzo inferiore (underpricing) per ridurre la probabilità di future cause legali da parte di azionisti che potrebbero rimanere, *a posteriori*, delusi dalla performance delle loro azioni.

La decisione di abbassare volontariamente il prezzo dell'azione è determinata dal fatto che, un elevato grado di rischio da contenzioso può significare un peggioramento della propria immagine per le società che intendono quotarsi, tanto che le stesse hanno maggiore convenienza a subire il mancato guadagno conseguente al deprezzamento del proprio titolo, piuttosto che precipitare in un contenzioso che risulterebbe fatale dal punto di vista economico.

La teoria sviluppata da Logue e Ibbotson viene successivamente verificata empiricamente da parte di alcuni studiosi come, per esempio, Lowry e Shue (2002)²³. I due autori hanno sviluppato un'analisi

²¹ D.Logue. *On the pricing of unseasoned equity issues: 1965–1969*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, pages 91-103

²² R.G.Ibbotson. *Price performance of common stock new issues*. Journal of Financial Economics, pages 235–272

²³ M.Lowry, S.Shu, *Litigation risk and IPO underpricing*, October 2000

empirica volta ad esaminare il rapporto tra *litigation risk* e IPO underpricing; nello specifico, i due studiosi testano due ipotesi di *litigation risk*:

- Le imprese con un maggior *litigation risk* decidono di sottoprezzare i propri titoli come forma di assicurazione;
- Un maggiore livello di underpricing abbassa notevolmente i costi derivanti da un eventuale contenzioso.

Lowry e Shue (2002) trovano evidenza empirica della tesi esposta da Logue e Ibbotson in un campione composto da 1841 IPOs emesse negli USA tra il 1988 e il 1995; essi dimostrano che le due ipotesi citate in precedenza sono significativamente rilevanti.

Un secondo filone di teorie istituzionali riguarda l'attività di stabilizzazione del prezzo azionario o *price stabilization theories*. Alla base di tali modelli, per lo più sviluppati in ambiente anglosassone, vi è il fenomeno dell'underpricing spiegato attraverso la stabilizzazione del prezzo dei titoli svolta dalla banca di investimento subito dopo l'ingresso della società nel mercato regolamentato.

Il teorico più famoso in tale ambito è Ruud (1993)²⁴ che, agli inizi degli anni Novanta, svolse una serie di ricerche sulle cause dell'IPO underpricing in un campione di imprese statunitensi. Ruud sostenne che l'underpricing, nella realtà, è frutto dell'attività di stabilizzazione svolta dagli intermediari contestando l'idea generale che le IPO siano deliberatamente sotto-prezzate da questi ultimi. Infatti, gli intermediari associati all'operazione di IPO, come per esempio la banca, acquistano un elevato numero di titoli nei primi giorni di negoziazione, in modo tale da evitare tracolli del prezzo con conseguente drastica riduzione del rendimento del titolo stesso. Quest'ultima operazione, come sostiene Ruud, va a confermare l'ipotesi secondo cui l'underpricing è frutto di un'attività stabilizzatoria. Infatti, a fronte di un possibile pericolo derivante dal tracollo del prezzo azionario nei primi giorni di negoziazione, gli intermediari avrebbero fatto in modo di evitare un *initial return* negativo supportando il prezzo del titolo e andando, di conseguenza, a "falsare" la distribuzione simmetrica del rendimento medio iniziale che, a questo punto, diventerebbe asimmetrica.

Un ultimo filone di teorie istituzionali collega il fenomeno dell'underpricing ai vantaggi fiscali che si potrebbero ottenere in alcuni determinati Paesi, grazie all'esistenza di particolari normative

²⁴ J.S.Ruud. *Underwriter price support and the IPO under-pricing puzzle*. Journal of Financial Economics, pages 135-151

tributarie presenti negli stessi. In questo caso, perciò, l'underpricing potrebbe risultare vantaggioso in termini fiscali.

Un esempio di applicazione di tale teoria è stato supportato dallo studioso Rydqvist (1997)²⁵. Egli sostenne empiricamente l'IPO underpricing attraverso una ricerca effettuata su un campione di 251 imprese svedesi negli anni '90. In tale Paese veniva stabilita, già dall'inizio degli anni '80, una forte imposizione fiscale sui redditi da lavoro che gravava in maniera talmente pesante sul patrimonio delle imprese al punto di allocare parte dei titoli azionari ai propri dipendenti, in sostituzione al pagamento del salario dovuto agli stessi. I titoli distribuiti ai dipendenti venivano sottoprezzati in quanto la società riconosceva una sorta di premio a coloro che avessero accettato il possesso dell'azione al posto del salario. La fonte di retribuzione alternativa, rappresentata dalle IPO, era ricorrente grazie al ridotto cuneo fiscale imposto dal Governo. Tuttavia, è necessario precisare che, la convenienza della società emittente a distribuire le IPO ai propri dipendenti, quale fonte di pagamento delle prestazioni da essi fornite, si limita al caso in cui l'imposizione fiscale derivante dal pagamento degli stipendi è superiore al mancato guadagno derivante dalla sottoscrizione dei titoli ad un prezzo inferiore (effettuando perciò l'underpricing).

Un altro esempio di applicazione della teoria basata sui vantaggi fiscali viene fornito dall'autore Taranto (2003). Il suo paper mostra che la ragione per cui i managers decidono di ridurre il prezzo di emissione dei titoli, effettuando l'underpricing, risale all'utilizzo delle *stock options* e delle *stock grants* per proteggersi dal depauperamento di *shares* già emesse. L'underpricing ha quindi un marcato effetto positivo dal punto di vista fiscale per le opzioni che vengono detenute, piuttosto che per quelle di nuova emissione. Lo studioso, che ha focalizzato la propria analisi sul caso statunitense, ha riscontrato che i manager ed i dipendenti, possessori delle *stock options* della società presso la quale sono impiegati, sono tassati in due momenti differenti: in un primo momento, durante l'esercizio del diritto di opzione, sulla differenza tra lo *strike price* ed il *fair market value* e, successivamente, quando avranno materializzato la vendita dell'azione posseduta tramite il diritto di opzione, per un valore pari al cosiddetto *capital gain*, calcolato come differenza tra il *fair market value* ed il prezzo di vendita.

Dato che, nel contesto statunitense, le imposte sul *capital gain* sono differite e sostanzialmente inferiori rispetto all'*income tax*, i manager puntano ad ottenere un *fair market value* il più basso possibile. In tale contesto è necessario precisare però che nella normativa americana, durante l'esercizio delle opzioni in fase di IPO, il legislatore statunitense utilizza l'*offering price* e non il *fair market value* ai fini dell'imposizione fiscale.

²⁵ K.Rydqvist, K.Högholm, *Going public in the 1980s: Evidence from Sweden*, November 1995

I risultati empirici di Taranto suggeriscono che le imprese esibiscono un maggior livello di underpricing quanto più esse si affidano alle stock option di dirigenti e dipendenti.

1.7.3 Teorie basate sull'assetto proprietario e il controllo

All'interno di questo paragrafo verranno analizzate le principali teorie che riguardano il fenomeno dell'underpricing spiegato attraverso l'assetto proprietario e, nello specifico, tramite la suddivisione tra proprietà e controllo.

La trattazione qui esposta si focalizza sul processo di spartizione tra proprietà e controllo in quanto, tale situazione, potrebbe verificarsi all'interno di un'impresa a seguito della quotazione in Borsa. Il motivo per cui, durante il processo di IPO, cresce la probabilità di ottenere una divisione tra proprietà e management risiede nell'operazione di vendita delle azioni sul mercato le quali, spesso, vengono trasferite a diversi soggetti investitori senza che essi possano effettivamente detenere una quota tale da prevedere il controllo societario. Tale concetto, in finanza, prende il nome di *azionariato diffuso*.

L'attenzione delle teorie basate sull'assetto proprietario si focalizza, perciò, sull'eventuale incompletezza di separazione tra proprietà e controllo. In questo caso, infatti, potrebbero nascere alcuni problemi di agenzia (agency problems) tra gli azionisti che possiedono anche il potere di *management* della società e coloro che invece detengono solamente una quota dell'impresa senza tuttavia godere di poteri manageriali. I fautori di tale teoria sono i due studiosi Jensen e Meckling²⁶ i quali, attraverso uno studio pubblicato nel 1976 nel *Journal of Financial Economics*, sostengono che i managers non proprietari potrebbero massimizzare finalità proprie ed ottenere vantaggi personali piuttosto che interessarsi al valore aziendale tramite, per esempio, strategie di impiego dei capitali in investimenti profittevoli.

Uno studio interessante è stato sviluppato da Brennan e Franks i quali hanno considerato l'underpricing come un mezzo per rafforzare il controllo del management e i relativi costi di agenzia evitando un possibile monitoraggio da parte di un grande azionista esterno.

²⁶ M.C.Jensen, W.H.Meckling, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, January 1976

Alla base dello studio di Brennan e Franks (1997)²⁷ che considerano, quale obiettivo della trattazione, un campione di 69 IPOs emesse nel mercato inglese, c'è la volontà da parte del management di controllare l'emissione azionaria attraverso l'attuazione dell'IPO underpricing. In questo modo, i managers garantirebbero un eccesso di domanda dovuta al pricing azionario inferiore rispetto al *fair value* del titolo e, contestualmente, sarebbero obbligati a razionare l'offerta, distribuendo la totalità delle azioni in circolazione tra una pluralità di soggetti, tutti interessati al prezzo molto conveniente. Così facendo, la società emittente escluderebbe un possibile monitoraggio da parte di un grande azionista esterno, rafforzandone il controllo del management. Tuttavia, Brennan e Franks (1997) sostengono anche che, l'utilizzo dell'underpricing quale mossa strategica per evitare il possibile monitoraggio da parte di un grande azionista esterno deve essere accompagnata dalla capacità del manager di allocare le azioni in modo corretto tra i possibili candidati al fine di evitare, appunto, un forte coinvolgimento da parte di grandi azionisti che potrebbero contrastare il controllo del management. Quindi, in sintesi, la capacità del management di saper allocare in modo strategico le azioni tra il pubblico, determina, di fatto, il mantenimento del controllo all'interno della società.

1.7.4 Teorie comportamentali

Quest'ultimo filone di teorie associate al fenomeno dell'IPO underpricing fa riferimento ad alcuni comportamenti cosiddetti "irrazionali", sia da parte degli investitori, che dei soggetti emittenti.

Le teorie comportamentali applicate all'underpricing sono nate in risposta a fenomeni di underpricing che non avevano trovato alcuna spiegazione tramite le teorie esaminate nei paragrafi precedenti. In particolare, negli anni '90, il rendimento iniziale di molti titoli azionari statunitensi ebbe un forte rialzo che fu, per certi versi, inspiegato. Molti ricercatori hanno diversi dubbi sul fatto che le asimmetrie informative, il *litigation risk* o le considerazioni sull'assetto proprietario ed il controllo possano spiegare in modo completo l'entità dell'underpricing. In tale contesto, cresce l'attenzione degli studiosi su un possibile ritorno alle teorie comportamentali che mostrano segni di irrazionalità in capo agli attori di mercato.

Date le precedenti considerazioni, è utile fare riferimento alla teoria di Welch (1992)²⁸ in cui viene mostrato come le "cascate informative" potrebbero aver avuto un impatto sull'imprevisto rialzo dei

²⁷ M.J.Brennan, J.Franks, *Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK*, October 1996

²⁸ I.Welch, *Sequential Sales, Learning, and Cascades*, The Journal of Finance, June 1992

rendimenti iniziali (initial returns) sperimentato negli anni '90. Le cascate informative possono verificarsi generalmente nel caso in cui i soggetti assumono le loro decisioni di investimento in modo sequenziale. Piuttosto che seguire razionalmente le loro volontà, gli ultimi investitori potrebbero ispirarsi agli investitori iniziali imitandone il comportamento. Il successo delle vendite iniziali dei titoli azionari potrebbe essere interpretato dagli investitori successivi come un segno di corretta conoscenza del contesto di riferimento da parte dei primi investitori, incoraggiandoli ad investire indipendentemente dalla mole di informazioni da essi possedute. Al contrario, un fallimento delle vendite iniziali rischierebbe di causare l'effetto opposto di ristagno della domanda da parte degli investitori successivi, i quali non sarebbero incentivati ad investire a causa della "cattiva" informazione tramandata dagli investitori iniziali.

Le cascate informative hanno un ruolo molto importante sul mercato poiché pongono gli investitori iniziali in una posizione di "potere"; se questi ultimi accoglieranno positivamente l'IPO, si verificherà una forte crescita sul lato della domanda per l'impresa quotata. Per questo motivo le cascate informative sono cruciali nello spiegare l'IPO underpricing ricordando, però, che esse non sono inevitabili. Le cascate informative, tuttavia, possono essere anche particolarmente pericolose per la società emittente il titolo: se i primi investitori non appoggiano l'impresa durante il listing, i successivi investitori saranno anch'essi invogliati a non intraprendere l'investimento decretando il fallimento del processo di IPO.

Nel caso in cui gli investitori siano in grado di comunicare liberamente, la cascata informativa non si creerebbe, poiché gli ultimi investitori avrebbero la possibilità di conoscere i segnali derivanti dai primi. Seppur in un primo momento la possibilità di comunicare liberamente risulterebbe la miglior soluzione per evitare le cascate informative, Welch (1992) dimostra come le imprese emittenti avrebbero minor convenienza a preferire la comunicazione libera. poiché essa, in quanto tale, aggrega tutte le informazioni che possono essere sia negative che positive. Evitare di comunicare liberamente, tuttavia, ridurrebbe la possibilità che una singola informazione negativa posseduta da un investitore si diffonda presso il pubblico, riducendo così il rischio di fallimento dell'IPO.

A questa teoria, pertanto, si aggiunge quella nota come *investor sentiment theory* in cui viene evidenziata la presenza di un gruppo di *sentiment investors* i quali, per loro natura, hanno aspettative positive nei confronti dell'IPO, ritenendo molto probabile la riuscita della strategia finanziaria. Il motivo per cui tali investitori ritengono molto probabile il successo dell'IPO non è fondato: essi, infatti, in quanto *sentiment investors* hanno sensazioni positive senza che queste siano effettivamente spiegate.

Alla base del filone di teorie denominate *investor sentiment* c'è lo studio di Ljungqvist *et al.* (2004)²⁹: essi dimostrano che la politica di vendita ottimale per le imprese che emettono titoli azionari deve essere fondata su un processo scaglionato di vendite. La prima fase dovrebbe prevedere la vendita dei titoli azionari ad una categoria di investitori denominati da Ljungqvist *regular*, mentre nel secondo step gli stessi titoli sono rivenduti ai *sentiment investors*. I soggetti *regular* sono però coinvolti in un processo di *hot market* (ossia un periodo nel quale il mercato è molto attivo) che potrebbe concludersi prematuramente senza che vi sia la transazione con i *sentiment investors*. A fronte di tale potenziale rischio i soggetti *regular* avrebbero potuto domandare alla società emittente un prezzo maggiormente favorevole e, quindi, l'underpricing dei titoli emessi.

Il concetto di irrazionalità, tuttavia, non riguarda solo gli investitori ma può coinvolgere anche altri attori del mercato come, per esempio, le società emittenti. A tal proposito, Loughran e Ritter (2002)³⁰ sostengono la tesi secondo cui l'IPO underpricing è conseguenza di aspetti irrazionali in capo ai soggetti emittenti piuttosto che tra gli investitori, in questo modo, l'underpricing difficilmente viene ostacolato. I due teorici spiegano, infatti, come le società emittenti titoli non riescono ad "arrabbiarsi" per il mancato guadagno derivante dal processo di IPO underpricing, poiché essi, in generale, tendono ad apprezzare la futura compensazione derivante dall'impennata dei prezzi sulle azioni mantenute nel cosiddetto *after market*. In poche parole, la perdita derivante dall'IPO underpricing viene facilmente superata dal successivo guadagno come conseguenza dell'innalzamento dei prezzi post IPO. I due autori dimostrano inoltre che il marcato aumento dell'underpricing nel periodo a cavallo tra la fine degli anni '90 e l'inizio del nuovo millennio è una possibile conseguenza di una minore frammentarietà della proprietà societaria oppure, con egual probabilità, di una maggiore frequenza del management aziendale nell'allocare titoli azionari a dipendenti o personale interno. In tale contesto, infatti, i managers non sarebbero granchè incentivati ad incrementare il prezzo di emissione del titolo allo scopo di spuntare un prezzo più alto.

1.8 Evidenze empiriche dell'IPO underpricing

Nei paragrafi precedenti sono state elencate e spiegate alcune teorie di base che hanno l'obiettivo di individuare le cause sottostanti il fenomeno dell'underpricing. È necessario, ai fini della trattazione, spiegare tale anomalia dal punto di vista empirico andando a verificare quanto si è effettivamente

²⁹ A.P.Ljungqvist, V.Nanda., R.Singh., *Hot markets, investor sentiment and IPO pricing*, in *Journal of business*, 2004

³⁰ T.Loughran, J.R.Ritter, *Why has IPO underpricing changed over time?*, January 2003

diffusa sia nei nostri mercati che su quelli esteri. Per questo motivo, oltre al contributo empirico personale che verrà fornito nel capitolo 3, verranno di seguito elencati alcuni studi empirici che pongono in evidenza il fenomeno dell'underpricing sui mercati finanziari.

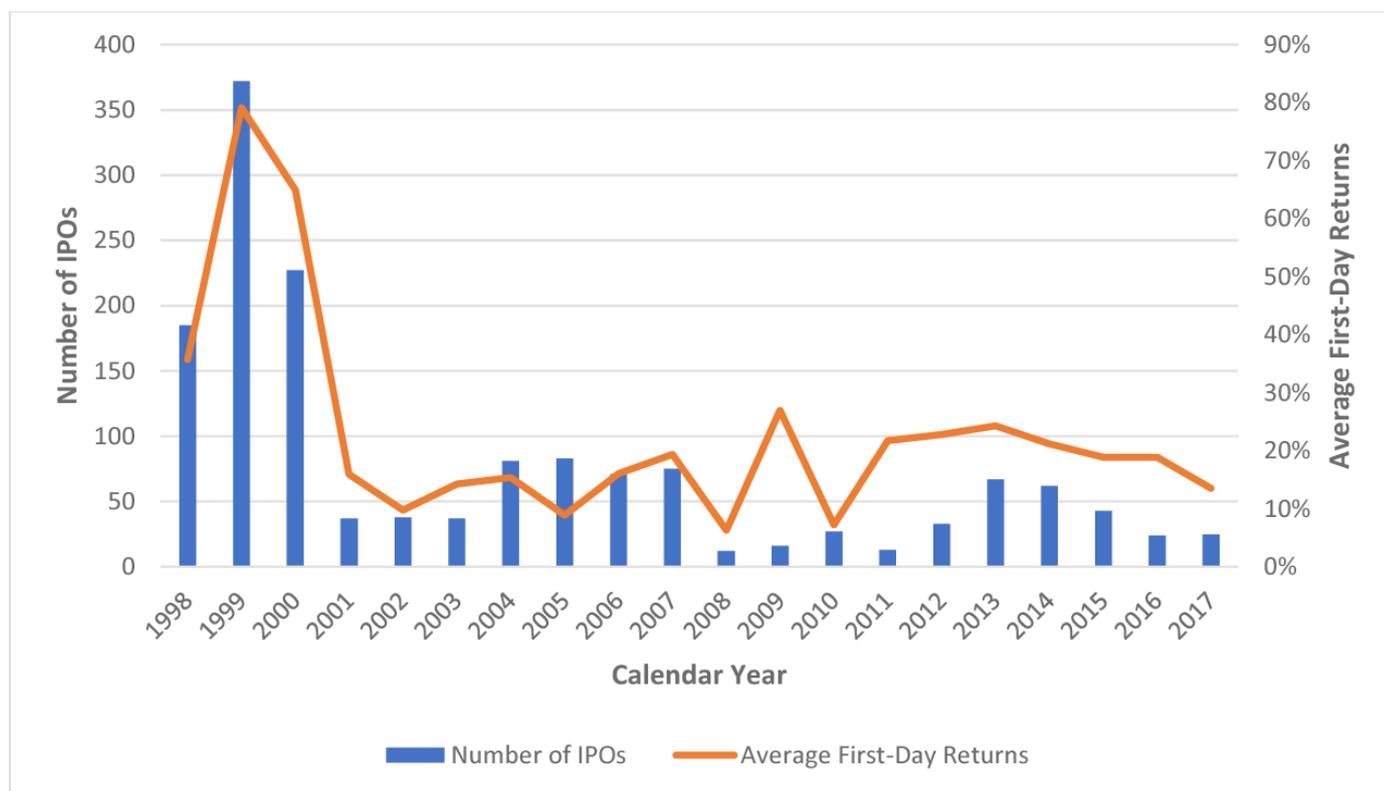
Una rassegna della letteratura empirica sull'IPO underpricing rivela che i mercati all'interno dei quali si sviluppa l'IPO sono caratterizzati da due interessanti tendenze:

- In primo luogo, i livelli medi di underpricing fluttuano nel tempo, anche se facenti parte dello stesso mercato.
- In secondo luogo, i rendimenti iniziali medi (*average initial return*) variano da un Paese all'altro.

Per quanto riguarda la prima tendenza, un tipico esempio di fluttuazione nel tempo del valore di underpricing proviene dal mercato statunitense. L'underpricing medio nei mercati statunitensi si è attestato attorno al 35% durante il 1997-1998 e si è incrementato di molto negli anni successivi, attestandosi su valori record intorno all'80%, per poi definitivamente ridursi nei primi anni 2000 fino al 2017, con valori compresi tra l'8% e il 25% circa³¹. Simili fluttuazioni sono tuttavia riscontrabili in altri paesi.

³¹ Dati forniti nello studio condotto da L.Croes, *IPO Underpricing in the US, the impact of information asymmetry on today's IPO market*, September 2017, pag. 17

Figura 2 - Valori medi dell'IPO underpricing e numero di emissioni in USA tra il 1998 e il 2017



Fonte: L.Croes, *IPO Underpricing in the US, the impact of information asymmetry on today's IPO market*, September 2017

La tabella riportata di seguito spiega la seconda tendenza secondo cui i rendimenti iniziali medi variano spostandosi da un Paese all'altro. Negli studi empirici menzionati all'interno della tabella seguente, è possibile riscontrare un valore medio di underpricing calcolato attraverso uno dei due metodi citati nel paragrafo precedente o, in alcuni casi, tramite entrambe le metodologie di calcolo.

Tabella 3 - Valori medi dell'underpricing divisi per periodi di tempo e per Stati

Paese	Periodo	Dimensione del campione	RIR medio	MAIR medio	Fonte ricerca
USA	1975-1984	2215	22.1%	-	(Beatty, 1989)
	1977-1982	1028	16.3%	-	(Ritter, 1984)
	1977-1987	1598	-	10.67%	(Aggarwal & Rivoli, 1990)
	1987-1991	172	10%	-	(Spiess & Pettway, 1997)
	1991-1995	1376	13.8%	-	(Habib & Ljungqvist, 2001)
	Ott.1996-Giu.1997	311	11.29%	-	(Ellis, 2006)
	1996-2000	2178	35.7%	-	(Ljungqvist & Wilhelm, 2003)
	Mag.-Lug.1997	114	16.22%	15.82%	(Aggarwal, 2000)
Gran Bretagna	1917-1945	610	8.04%	-	
	1946-1986	1943	12.09%	-	(Chambres & Dimson, 2009)
	1987-2007	1987	19%	-	
	1985-1988	123	-	15.9%	(Levis, 1990)
	Dic.1999 – Dic.2000	251	29.6%	-	(Filatotchev & Bishop, 2002)
Italia	1985-2001	182	21.87%	19.25%	(Cassia, Giudici, Paleari et al., 2004)
	1999-2007	151	12.2%	-	(Baschieri, Carosi & Mengoli, 2015)
	2001-2012	129	6.52%	6.75%	(Dell'Acqua et al., 2015)
Germania	1970-1993	189	10.57%	-	(Ljungqvist A. P., 1997)
	1997-2002	435	42.34%	-	(Hunger, 2003)
Francia	1992-1998	99	9.68%	-	(Derrien & Womack, 2003)
Polonia	2005-2009	153	14%	-	(Čornanič & Novák, 2015)
Cina	1987-1995	308	948.6%	-	(Su & Fleisher, 1999)
	1992-1997	701	-	298%	(Chen, Firth, & Kim, 2004)
Brasile	1980-1990	62	78.5%	-	(Aggarwal, Leal, & Hernandez, 1993)
	2004-2012	138	4.5%	-	(Minardi, Moita, & Castanho, 2015)

Fonte: Elaborazione personale

A conferma di quanto citato in precedenza, esistono differenze piuttosto rilevanti in termini di underpricing medio nei diversi Paesi. Il risultato più interessante emerge se analizziamo i valori medi negli Stati emergenti e li compariamo ai valori medi negli Stati maggiormente sviluppati. In

particolare, gli studi rivelano come l'underpricing medio dei paesi maggiormente sviluppati (Usa, Gran Bretagna, Italia, Germania, Francia e Polonia) si attesti su valori sensibilmente inferiori rispetto al valor medio che scaturisce dall'analisi condotta in Brasile ed in Cina, quest'ultima con valori decisamente elevati pari a 948.6% (Su & Fleisher, 1999) e 298% (Chen, Firth, & Kim, 2004). Tali considerazioni sono confermate in ambito di ricerca da Tobias Henricson (2012)³² il quale conclude che molti paesi emergenti presentano valori medi di *initial return* pari al 20% circa con alcuni picchi fino al 70-80%. Il trend s'inverte se si considerano i paesi sviluppati, i quali sperimentano valori medi in un range compreso tra il 5 e il 30%.

L'andamento dell'underpricing nel tempo e nei diversi Stati dipende da una serie di fattori che, spesso, risultano complicati da rilevare. In tal senso, capita sovente che si verifichino *time-specific* e *country-specific factors* i quali influenzano l'IPO underpricing, oltre ad una serie di determinanti imputabili alla singola società emittente il titolo.

Alcuni autori, come Chemmanur e Paeglis (2005)³³ hanno evidenziato che le caratteristiche specifiche dell'impresa emittente sono fondamentali nel determinare il grado di IPO underpricing. Le peculiarità della società che emette il titolo come, per esempio, l'età dell'azienda, la sua dimensione, l'industria di appartenenza, la struttura proprietaria, la fedeltà al brand, il vantaggio competitivo aziendale, la sua evoluzione in termini di ricavi, la qualità del management, la sua reputazione e molti altri fattori incisivi, spesso anche difficilmente reperibili, hanno la capacità di comunicare informazioni sia implicite che esplicite riguardanti l'azienda e le sue prospettive future. Alcuni dei fattori sopra elencati, come l'età della società e la sua dimensione, verranno approfonditi nel capitolo 3 poiché essi rivestiranno un ruolo fondamentale nell'elaborazione dell'analisi empirica sul campione di imprese italiane.

Lo studioso Lai (2018)³⁴ ha condotto un'analisi empirica per identificare quali sono i fattori responsabili del fenomeno dell'underpricing nei diversi Stati del mondo. Esaminando un campione di 2028 IPOs appartenenti a 36 stati diversi nel periodo compreso tra il 2009 e il 2018, egli supporta la tesi secondo cui esistono fattori specifici della nazione che comportano differenze, anche notevoli,

³² T.Henricson, *Underpricing in the Swedish IPO market: Can investors earn abnormal returns by investing in IPOs?*, June 2012

³³ T.J.Chemmanur, I.Paeglis, *Management quality, certification, and Initial Public Offering*, *Journal of Financial Economics*, Volume 76, Issue 2, May 2005

³⁴ H.Lai, *What explains IPO underpricing across countries*, 2018

nei livelli medi di IPO underpricing. Lo studioso conclude che i Paesi caratterizzati da una maggior presenza di imprese operanti nel settore tecnologico sperimentano livelli di IPO underpricing maggiori. Un altro importante risultato riguarda invece il fenomeno del *litigation risk* già menzionato in questo elaborato in occasione della presentazione delle teorie istituzionali. Nello specifico Lai dimostra come le società appartenenti agli Stati, che evidenziano maggiori livelli di *litigation risk*, sono maggiormente portate a sottoprezzare i propri titoli. Tale risultato, tuttavia, non ci sorprende in quanto, come già esposto in precedenza grazie al contributo di Logue (1973) e Ibbotson (1975), le imprese emittenti sono più propense a sacrificare il mancato guadagno derivante dai titoli sottoprezzati piuttosto che subire i costi legati ad un possibile contenzioso.

In conclusione, l'IPO underpricing è un fenomeno ricorrente all'interno dei mercati, generalmente di semplice identificazione, ma che presenta numerosi fattori che ne spiegano l'evidenza per cui, molto spesso, è difficile possedere una panoramica chiara di ciò che determina l'underpricing.

CAPITOLO SECONDO

La struttura del CDA aziendale e l’impatto con l’IPO: framework teorico e applicazione al fenomeno dell’underpricing

2.1 Definizione di corporate governance

L’obiettivo del presente capitolo è quello di garantire al lettore un’approfondita analisi del rapporto tra l’IPO (considerando, in un momento successivo, anche l’anomalia di mercato rappresentata dall’underpricing) e il Consiglio di Amministrazione (CdA), con particolare attenzione alle imprese quotate nei mercati regolamentati e con riferimento sia al contesto nazionale che internazionale.

Innanzitutto, ai fini della trattazione qui esposta, è necessario identificare le caratteristiche della *corporate governance* e, successivamente, approfondire la tematica considerando il Consiglio di Amministrazione quale organo cardine intorno al quale si basano le decisioni aziendali. Dopodichè, si entrerà nello specifico della trattazione andando a considerare qual è il ruolo del Consiglio di Amministrazione nel contesto delle IPO, di cui abbiamo largamente discusso nel capitolo precedente. Verrà infine sviluppata una rassegna di teorie precedenti che si soffermeranno sulla relazione tra il CdA e l’IPO underpricing. In questo modo, sarà più semplice ed immediato, nel corso del successivo capitolo, analizzare empiricamente tale relazione nel contesto italiano.

Con il termine *corporate governance* si fa riferimento ad un insieme di regole, procedure, politiche, istituzioni, leggi e meccanismi messi in atto dall’impresa allo scopo di gestire in maniera efficiente la complessa attività imprenditoriale.³⁵

³⁵ Cfr G.Tardivo *et al*, Economia e gestione delle imprese, Giappichelli, 2015, pag.177

Data la complessità ma soprattutto la diversità di definizioni del concetto di corporate governance, per meglio comprenderne il significato intrinseco, verranno presentate alcune definizioni riportate da diversi autori che hanno trattato questo *topic* nelle loro ricerche.

La definizione forse maggiormente utilizzata in ambito economico-sociale è quella fornita dall'OECD (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico)³⁶ nel 1999. L'ente sostiene che per *corporate governance* s'intende *il sistema tramite il quale le aziende sono dirette e controllate*.

Un'altra definizione interessante viene fornita da Shleifer e Vishny (1997)³⁷. In un articolo pubblicato nel *Journal of Finance*, i due studiosi effettuano una ricerca empirica in tema di corporate governance definendo lo stesso nel seguente modo:

Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.

In tal senso, il complesso sistema della corporate governance si occupa di verificare gli effetti in capo ai soggetti creditori di un possibile finanziamento all'impresa. L'obiettivo è quindi cercare di soddisfare al meglio le esigenze degli azionisti e, nel complesso, di tutti i creditori dell'impresa, assicurandosi che il management aziendale orienti le proprie scelte di investimento in progetti proficui a favore di tutti i soggetti creditori.

Un'ultima definizione citata nel presente elaborato deriva dallo studio di Ho (2005)³⁸ in cui vengono somministrati ad alcuni soggetti, i quali si occupano di amministrazione aziendale, un certo numero di questionari per indagare le caratteristiche della corporate governance in un campione di imprese appartenenti a differenti paesi del mondo. In una nota introduttiva, l'autore definisce la corporate governance come segue:

Corporate Governance refers to the structure and processes among the board of directors, shareholders, top management and other stakeholders, which further involves the roles of the stewardship process and exercising strategic leadership and the objectives of assuring accountability and improving performance.

Quest'ultima definizione può essere considerata più “generale” rispetto alle altre due in quanto interpreta la corporate governance come un sistema che coinvolge diversi soggetti all'interno

³⁶ In inglese *Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)*. Così come riportato nel sito della Commissione Europea, *l'OCSE o OECD è un forum di funzionari governativi inteso a discutere e analizzare gli impatti e la fisionomia delle politiche che miglioreranno il benessere socioeconomico dei cittadini del mondo. L'attività è guidata da un segretariato composto da analisti, economisti e politici formati su tutti gli aspetti dell'economia.*

³⁷ A. Shleifer, R.W. Vishny, *A survey of Corporate Governance*, June 1997

³⁸ C. Ho, *Corporate Governance and Corporate Competitiveness: an international analysis*, 2005

dell'azienda tra cui il CdA, il top management, gli azionisti e tutti gli stakeholders aziendali. Pertanto, in un'ottica più pratica, ho coinvolge tutti i soggetti legati in qualche modo alla vita aziendale come protagonisti attivi del processo di corporate governance.

Come è facile notare attraverso le tre definizioni viste sopra, tutte molto differenti tra loro, non esiste un unico modo per spiegare il fenomeno della *corporate governance*, bensì ognuno dà una sua interpretazione personale. Per poter procedere con la trattazione è necessario precisare che, per quanto riguarda il presente elaborato, consideriamo esclusivamente imprese che abbiano effettuato l'IPO e che siano, quindi, quotate in un mercato regolamentato gestito dalla Borsa. Tale considerazione è molto importante poiché permette di orientare il concetto di *corporate governance* sul rapporto tra le imprese ed i mercati in cui viene quotato il titolo azionario e, di conseguenza, verranno prese in considerazione anche tutte le relazioni tra l'impresa e la Borsa.

La definizione di *corporate governance*, come già detto in precedenza, non è univoca e spesso viene interpretata secondo due accezioni³⁹ generiche:

1. La prima riguarda il complesso di norme che disciplinano il governo d'impresa inteso come l'efficiente ed efficace sistema di armonizzazione tra gli interessi dei soci di minoranza e maggioranza di un'impresa e il Consiglio di Amministrazione (CDA).
2. La seconda visione della *corporate governance* è più strettamente "aziendale" e riguarda tutte le relazioni che la società intraprende con l'esterno (come per esempio i rapporti con le imprese controllate), le attività con cui l'azienda viene incoraggiata a seguire dei codici che spesso sono di natura comportamentale e, infine, la separazione tra proprietà e controllo di cui si è già parlato nel capitolo precedente con riferimento alle teorie istituzionali e che verrà approfondito successivamente all'interno della trattazione.

Nel corso degli anni e specialmente a seguito della crisi finanziaria del 2008, diversi economisti hanno notato che la corporate governance è in grado di sollevare alcune problematiche sia all'interno dell'azienda, sia all'esterno, tramite i rapporti che la società detiene con l'ambiente circostante. Tali problematiche, se sottovalutate, possono interferire con la solidità economico-finanziaria dell'impresa causando, nei casi più estremi, il fallimento della stessa. Nelle economie più sviluppate come la nostra le problematiche che riguardano la corporate governance vengono affrontate facendo riferimento al possibile contrasto tra grandi azionisti e manager nei confronti dei piccoli azionisti,

³⁹ Cfr G.Tardivo *et al*, Economia e gestione delle imprese, Giappichelli, 2015, pag.177

ossia coloro che detengono quote di minoranza dell'impresa. Questo concetto è noto in economia come problema di agenzia (*agency issue*), concetto già parzialmente introdotto nel corso del primo capitolo ma che verrà approfondito in questa sede.

2.2 Teoria dell'agenzia: cenni teorici e applicazione al caso della separazione tra proprietà e controllo

La teoria dell'agenzia risale al 1976 e viene sviluppata dai due autori statunitensi, già citati nel primo capitolo, Jensen e Meckling. I due studiosi definiscono il rapporto di agenzia come un contratto in base al quale il principale (ossia colui che ricopre posizioni elevate all'interno di un'organizzazione) incarica un altro soggetto, denominato agente (che ricopre, al contrario, un ruolo subordinato) di svolgere un compito per conto proprio con conseguente delega di responsabilità dal principale all'agente.

Tuttavia, ai fini della trattazione, ci interessa il contratto di agenzia con riferimento alla separazione tra proprietà e controllo in quanto, nel caso specifico delle imprese quotate sui mercati, questo concetto sarà protagonista dell'analisi empirica condotta nel capitolo successivo. In particolare, nel corso dell'elaborazione dell'analisi di regressione, verrà utilizzata una variabile chiamata *ownership concentration* calcolata attraverso l'incidenza percentuale dell'azionista di maggioranza sul capitale sociale dell'impresa, ossia quanto capitale è detenuto dall'azionista maggiore nel momento in cui si verifica il processo di IPO. È importante precisare che, nel calcolo dell'*ownership concentration*, si tiene conto esclusivamente degli individui o del gruppo di individui che detengono una percentuale della società pari ad almeno il 5%.

Nel caso della separazione tra proprietà e controllo, la differenza di ruoli che vengono ricoperti dal management e da coloro che intrattengono rapporti con la società come, per esempio, l'azionista, potrebbe creare rapporti analoghi a quelli di un normale contratto di agenzia tra principale e agente. In questo caso specifico, gli azionisti rappresenterebbero il principale ed il management rivestirebbe il ruolo dell'agente. Quanto più l'impresa evidenzia una forte separazione tra proprietà e controllo,

tanto più si verifica un problema di agenzia; nel caso delle imprese cosiddette *public company*⁴⁰, la differenza tra i due soggetti coinvolti nel contratto di agenzia è elevata in quanto difficilmente vi è la presenza di un azionista di controllo, poichè esiste un azionariato diffuso. Questo caso si verifica spesso all'interno delle imprese quotate nei mercati gestiti dalla Borsa.

Vediamo ora quali possono essere i problemi ricorrenti in un rapporto azionista-manager. Ne identifichiamo tre fondamentali:

- Nel contratto di agenzia si prevede una delega dal principale nei confronti dell'agente: nel caso specifico di azionista-manager potrebbe sorgere un problema legato alla discrezionalità dell'agente. Il manager, infatti, potrebbe svolgere in maniera "autonoma" il lavoro/servizio assegnatogli dal principale perseguendo un obiettivo personale e non nell'interesse della proprietà.
- La seconda questione riguarda la già ampiamente nota *asimmetria informativa* tra principale e agente. Quest'ultimo è maggiormente informato in quanto è responsabile del proprio compito e quindi conosce il modo in cui lo sta svolgendo e, inoltre, il manager spesso conosce meglio l'impresa perché ha maturato diversi anni di servizio all'interno di essa, fatto che non riguarda, al contrario, l'azionista, il quale generalmente è a conoscenza solo dei risultati di gestione economico-finanziario dell'impresa.
- Problema della cosiddetta remunerazione indipendente. Spesso, il manager viene pagato tramite uno stipendio fisso e non legato, quindi, al risultato conseguito. Il manager si troverebbe in una situazione a lui favorevole poiché non sarebbe, di fatto, incentivato a lavorare per perseguire gli interessi aziendali e potrebbe quindi aspirare ad obiettivi che fanno più comodo a lui.

Come conseguenza dei tre problemi sopra enunciati, sorgono i *costi di agenzia* che derivano dall'amministrazione e dall'applicazione dei contratti e delle regole su cui viene fondata l'organizzazione economica. Tali costi sono maggiori quanto più è netta la separazione tra proprietà e controllo.

La nascita dei costi di agenzia deriva dalla diversità di obiettivi che il management persegue rispetto all'azionista. Il manager opera con l'obiettivo principale che la sua posizione all'interno della società non venga messa in discussione e cercando, quindi, di fare in modo che il costo associato ad una

⁴⁰ È la società ad azionariato diffuso in cui il capitale viene suddiviso tra molti azionisti, ognuno dei quali presenta generalmente piccole quote di capitale della società (con piccole quote s'intende una partecipazione azionaria mediamente inferiore al 5% del capitale sociale).

possibile sostituzione del management sia il più alto possibile. Allo stesso tempo, il detentore del capitale di rischio e quindi l'azionista è legato ad un'aspettativa di rendimento che, per caratteristiche proprie del management, il quale spesso persegue obiettivi prettamente personali, non è sempre possibile soddisfare. A ciò, si aggiunge l'asimmetria informativa di cui abbiamo parlato in precedenza che causa, quindi, l'insorgenza di costi sostenuti dagli azionisti e legati alla necessità di monitorare costantemente l'operato del manager.

Vediamo ora quali sono le possibili soluzioni messe in atto dalla società per evitare il proliferare dei costi di agenzia, tipici delle realtà quotate in Borsa le quali rivestono un ruolo predominante nella trattazione.

La letteratura economica a riguardo è tipicamente legata a quattro diversi approcci teorici che permettono di identificare e, di conseguenza, provvedere ad una limitazione dell'insorgenza dei problemi di agenzia, con conseguente incremento dei costi ad essi associati. Nello specifico, ci si affida a:

1. Finance model
2. Myopic market model
3. Abuse of executive power model
4. Stakeholders model

Il *finance model* è diffuso soprattutto nei paesi anglosassoni ed americani. Si basa su un assunto molto importante che riguarda l'efficienza del mercato dei capitali.⁴¹ Tale ipotesi da sola è sufficiente affinché esistano dei meccanismi tali per cui venga garantita un'efficace supervisione sull'azione del management. Essendo il mercato perfetto, esso usufruisce di un potere di autoregolamentazione con l'obiettivo di eliminare le inefficienze presenti all'interno dello stesso. Il *finance model* sostiene inoltre che, alla base della separazione tra proprietà e controllo, vi è un motivo principale: il manager gode di poteri gestionali, ma non ha le risorse finanziarie per poterle mettere in atto; gli azionisti, al contrario, non hanno abilità di leadership, ma immettono il capitale di rischio all'interno dell'impresa.

In aggiunta, lo studioso Haart (1995), grande sostenitore del *finance model*, spiega come il soggetto deputato al controllo sull'azione del management è il mercato in quanto efficiente, senza il coinvolgimento di organizzazioni e/o istituzioni esterne.

⁴¹ Il concetto di mercato efficiente è stato sviluppato da Fama (1970). Egli sostiene che il mercato è efficiente nel momento in cui i prezzi dei titoli riflettono in modo pronto e corretto tutte le informazioni disponibili, rappresentando, in tal modo, la migliore stima possibile del valore delle attività scambiate in quel mercato.

Il *myopic market model* è stato sviluppato da Charkham e Sykes nel 1994, all'interno del contesto statunitense. I due studiosi sostengono che il difetto principale della corporate governance risiede nell'eccessiva preoccupazione di dover ottenere risultati di successo nel breve periodo. Il mercato è, in questa nuova prospettiva, inefficiente (al contrario del *finance model*) e non è in grado di valutare accuratamente il valore derivante dagli investimenti di medio/lungo termine. A causa della mancanza di informazioni, infatti, il mercato, di fatto, sottovaluta gli investimenti più lunghi nel tempo, per questo si parla di "miopia", ai quali vengono applicati tassi di sconto superiori rispetto a ciò che si aspetterebbe in un mercato efficiente.⁴² In queste condizioni manca un vero e proprio incentivo ad operare con un'ottica di medio/lungo periodo, poiché eventuali strategie focalizzate sul futuro più lontano potrebbero causare una riduzione dei cash-flow di breve periodo con conseguente minor valore percepito dall'esterno.

Considerato che il management è maggiormente interessato al breve periodo, è praticamente impossibile per gli azionisti ottenere benefici, in quanto la massimizzazione del valore azionario nel medio/lungo termine non viene mai presa in considerazione.

Per attenuare gli effetti negativi che scaturiscono dal modello in esame, spesso viene proposto al management o ai dipendenti di allinearsi all'azionariato mediante l'acquisizione di quote di partecipazione al capitale di rischio dell'impresa e l'introduzione di restrizioni sul diritto di voto per gli azionisti di breve periodo. Inoltre, gli azionisti potrebbero essere maggiormente coinvolti nella gestione d'impresa.

Alla base dell'*abuse of executive power model* c'è la forte predominanza dei soggetti che governano la società nei confronti degli azionisti. I managers, infatti, godono di un potere gestionale talmente accentuato che li rende autonomi rispetto all'intero sistema aziendale, tra cui, ovviamente, gli azionisti. Tale situazione, inoltre, è ancora più ricorrente nel caso delle imprese quotate nei mercati regolamentati gestiti dalla Borsa in quanto, come già ripetuto precedentemente, la presenza di piccoli azionisti che detengono quote ridotte della società crea ancora più difficoltà nel contrastare il potere manageriale. Tra le possibili soluzioni al problema si ha:

- L'istituzione di un sistema di controlli sull'operato del management.

⁴² Per approfondimenti si veda A.Melis, *Corporate Governance, un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, Torino, 1999, pag.31

- La nomina degli amministratori indipendenti⁴³ per assicurare all'impresa un'efficienza alla funzione di monitoraggio endosocietario sulla gestione.

Per quanto riguarda lo *stakeholder model* ci sono alcune novità introdotte dal modello in questione. Una tra tutte riguarda la considerazione all'interno del governo d'impresa di tutti gli stakeholders e non solo degli azionisti. Infatti, la problematica legata alla corporate governance è, di per sé, molto complessa e non può coinvolgere solamente il rapporto azionista-manager. Il management ha perciò l'obiettivo principale di soddisfare gli interessi di tutti gli stakeholders e non solo dell'azionista. Quando parliamo di stakeholders ampliamo la gamma di soggetti considerati e includiamo perciò anche i dipendenti, i clienti, i fornitori, i creditori, la comunità locale ecc. La teoria degli stakeholder propone l'ampliamento della visione aziendale nei confronti di tutta la collettività intraprendendo, di conseguenza, una nuova responsabilità sociale dell'impresa nei confronti dei soggetti esterni.

La necessità di soddisfare gli interessi di tutti gli stakeholders anziché quelli propri degli azionisti, comporta la creazione di una nuova misura di controllo in grado di garantire un certo equilibrio tra gli interessi degli stakeholders e quelli di management e proprietà. Di conseguenza, mentre per quanto riguarda la vigilanza sull'operato del management la teoria dell'*abuse of executive power model* propone la nomina di amministratori definiti indipendenti, il modello sopracitato degli stakeholders considera la possibilità di riunire un Collegio Sindacale affinché venga garantito l'equilibrio tra gli interessi dell'impresa e quelli degli stakeholders.

Dopo aver brevemente spiegato quali teorie possono essere messe in atto al fine di identificare e ridurre le problematiche di agenzia, la trattazione prosegue orientandosi verso la definizione della già citata nozione di Consiglio di Amministrazione e delle sue caratteristiche con riguardo alle società quotate; verrà inoltre approfondito il concetto di Collegio Sindacale in quanto questi due organi societari ricoprono un ruolo fondamentale all'interno dell'elaborato e sono responsabili delle strategie di investimento e finanziamento messe in atto dall'impresa, tra cui, ovviamente, anche l'operazione di IPO.

⁴³ Ai sensi dell'art.148 TUF (Testo Unico della Finanza) comma 3, almeno uno dei componenti del CdA, ovvero due se il CdA è composto da più di sette componenti devono possedere i requisiti di indipendenza, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti dalla società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria. Il concetto di indipendenza verrà ripreso successivamente nel corso del capitolo 2.

2.3 Il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale delle società quotate

Dal punto di vista teorico è necessario definire in maniera esaustiva le nozioni di Consiglio di Amministrazione e Collegio Sindacale all'interno delle società per azioni, in quanto la totalità del campione di imprese incluse nell'analisi di regressione, a cui si rimanda al capitolo 3, utilizzano tali organi per la gestione dell'impresa e, inoltre, l'analisi effettuata farà spesso riferimento alla dimensione e alle caratteristiche intrinseche del CdA per spiegare il fenomeno dell'IPO underpricing.

Per quanto riguarda le società per azioni, ai sensi dell'art. 2380 del Codice Civile, se non viene disposto diversamente dallo Statuto societario, l'amministrazione e il controllo dell'impresa sono demandati rispettivamente al Consiglio di Amministrazione e al Collegio Sindacale. Entrambi gli organi aziendali vengono nominati dall'Assemblea la cui funzione non è altro che l'espressione della volontà dei soci. Tale modello di governance in cui vengono istituiti due organi, uno che si occupa di mansioni amministrative e l'altro che opera come "vigilante" dei compiti svolti dal CdA, viene identificato dalla prassi economico-giuridica come modello di governance tradizionale o latino o, ancora, ordinario.

In alternativa al modello sopra identificato, vengono riconosciuti dal Codice Civile, grazie alla riforma societaria del 2003⁴⁴, altri due modelli di governance a cui però non faremo chiaro riferimento in questa trattazione dato che, ai fini dell'analisi empirica, tutte le imprese, come indicato nel prospetto informativo pubblicato da ognuna di esse, utilizzano il modello tradizionale per la gestione dell'impresa. Secondo una stima effettuata dalla Consob nel 2018⁴⁵, il modello tradizionale risulta, infatti, il più adottato dalle imprese italiane quotate in Borsa: in particolare, facendo riferimento all'anno 2018, 227 imprese emittenti, corrispondenti al 92% circa della capitalizzazione di mercato, utilizzano il modello tradizionale di corporate governance. I dati del 2018, inoltre, seguono il trend degli anni precedenti confermando la maggior propensione delle società italiane al modello tradizionale rispetto agli altri due sistemi alternativi.

⁴⁴ La riforma del diritto societario emanata dal Governo nel gennaio del 2003 ha lo scopo di semplificare la disciplina delle società di capitali, valorizzare l'autonomia statutaria e offrire agli operatori la scelta tra diversi sistemi di amministrazione e controllo delle società ampliando, dunque, la gamma di modelli di governance a disposizione. Cfr P. Balzarini, La riforma del diritto societario, settembre/ottobre 2003.

⁴⁵ Consob, Report on corporate governance of Italian listed companies, Statistics and Analyses, 2019.

Nonostante la trattazione non si soffermi molto sui restanti sistemi di corporate governance a disposizione delle società, è necessario fornire una breve descrizione a riguardo. I due modelli previsti dal Codice Civile sono:

- Modello monistico
- Modello dualistico

Il sistema monistico è di stile anglo-americano e prevede la creazione di un organo denominato Consiglio di Amministrazione, il quale si occupa dell'amministrazione e del controllo societario e, contestualmente, un Comitato che ha lo scopo di rispondere ai fabbisogni di controllo dell'operato del Consiglio di Amministrazione. Tale modello viene chiamato monistico poiché prevede un unico organo amministrativo affiancato dall'organo deputato al controllo.

Per quanto riguarda il modello dualistico, adottato specialmente in Germania, siamo di fronte alla presenza di due organi collegiali che si spartiscono rispettivamente le funzioni di amministrazione e controllo: il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza. Tuttavia, a differenza degli altri due sistemi nei quali il Collegio Sindacale (nel caso tradizionale) e il Comitato per il controllo (nel caso monistico) si occupavano della sola vigilanza nei confronti delle mansioni amministrative, nel caso dualistico il consiglio di sorveglianza ha sì poteri ispettivi ma anche di "alta gestione". Alcuni dei compiti a carico del consiglio di sorveglianza si sovrappongono, o meglio, si svolgono al fianco di quelli tipici del consiglio di gestione, elaborando un vero e proprio "dualismo gestorio". L'obiettivo del dualismo è cercare di creare un'armonia d'intenti tra i soggetti coinvolti nella gestione ordinaria dell'impresa.

All'organo amministrativo di una società per azioni (CdA), come già anticipato in precedenza, spetta la gestione dell'impresa, ossia il perseguimento degli obiettivi imprenditoriali che sono fissati all'interno dello statuto societario. Nello specifico, un Consiglio di Amministrazione competente dovrebbe essere in grado di svolgere i seguenti compiti⁴⁶:

- Consulenza e guida sulla strategia aziendale, la pianificazione e valutazione dei rischi dell'impresa, il monitoraggio dell'attuazione delle iniziative e delle performance aziendali
- Nomina e revoca dell'amministratore delegato (CEO) della società
- Trattamento equo di tutti i gruppi di azionisti

⁴⁶ Cfr L.V.Olegovna, The relationship between the board composition and the level of IPO underpricing in Russian companies, 2016

- Selezione degli amministratori esecutivi⁴⁷
- Protezione della reputazione dell'impresa e dei suoi beni ed approvazione delle operazioni patrimoniali messe in atto dalla società
- Efficiente monitoraggio e risoluzione di potenziali conflitti di interesse che riguardano la direzione, il consiglio di amministrazione, gli azionisti, ecc.

Il CdA può essere composto da uno o più membri, che siano soci o non soci, salvo che non sia diversamente previsto dallo statuto della società.⁴⁸

Nel caso in cui vi sia un unico amministratore, egli percepisce, ovviamente, la totalità dei poteri di organizzazione e gestione dell'impresa, oltre che di amministrazione della società nel suo complesso, nonché rappresentanza a livello legale dell'azienda.

Tuttavia è molto più probabile che una società quotata disponga di più membri all'interno dell'organo amministrativo e, in questo caso, si parla di Consiglio di Amministrazione all'interno del quale è obbligatoria la figura di un presidente eletto dall'assemblea oppure dal consiglio stesso. Egli svolge un ruolo fondamentale di direzione e coordinamento dei compiti assegnati al consiglio, rivestendo, di fatto, il ruolo di *fulcro* della vita societaria.

Accanto al Consiglio di Amministrazione viene istituito il Collegio Sindacale che si occupa di vigilare in senso ampio l'operato degli amministratori. I compiti del Collegio Sindacale possono essere sintetizzati come segue:

- Valutare l'adeguatezza dell'organizzazione societaria
- Valutare l'adeguatezza amministrativa e contabile. Tale compito, tuttavia, ha subito diverse modifiche negli ultimi anni, in quanto, di frequente, le imprese preferiscono delegare il controllo contabile alle società di revisione esterne⁴⁹
- Esaminare ed approvare o rigettare i piani strategici, industriali e finanziari della società
- Doveri di controllo dell'andamento di gestione

Il Collegio Sindacale delle società per azioni è generalmente pluripersonale ed è composto da tre o cinque membri che vengono scelti dallo statuto o dall'assemblea dei soci a cui si aggiungono due

⁴⁷ Così come stabilito all'interno del Codice di Autodisciplina edizione rivisitata del 2002, il CdA è composto sia da amministratori esecutivi che da amministratori non esecutivi. I primi sono gli amministratori delegati, ivi compreso il presidente quando allo stesso siano attribuite deleghe, oltre agli amministratori che ricorrono funzioni direttive all'interno della società.

⁴⁸ Ai sensi dell'art.230 bis del Codice Civile

⁴⁹ Così come appare nei prospetti informativi delle società quotate incluse nell'analisi di regressione, le maggiori società di revisione coinvolte nella valutazione contabile della società sono le cosiddette Big Four ossia Deloitte, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young e KPMG.

supplenti. Nel caso delle imprese italiane utilizzate per l'analisi di regressione, tutti i Collegi Sindacali sono composti da un numero di persone pari a cinque, di cui tre membri sono effettivi e due supplenti.

2.3.1 Il ruolo dell'amministratore indipendente all'interno del Consiglio di Amministrazione

Ai fini dell'analisi empirica svolta in questo elaborato, è necessario definire, in ambito di corporate governance, il ruolo dell'amministratore indipendente all'interno del CdA, già parzialmente introdotto durante la spiegazione della teoria dell'*abuse of executive power model*. Una delle variabili indipendenti utilizzate nel modello di regressione, infatti, è il *board independence*, ossia il numero di amministratori indipendenti all'interno del CdA della società. Come già esposto nella nota n. 9 del presente capitolo a cui si rimanda per la lettura dell'articolo di riferimento, il Testo Unico della Finanza ha definito quale debba essere la concentrazione minima degli amministratori indipendenti all'interno del CdA.

L'amministratore indipendente viene introdotto nel nostro ordinamento grazie alla legge sulla tutela del risparmio⁵⁰. L'obiettivo stabilito dal legislatore era quello di rafforzare il controllo societario come segno di risposta agli scandali finanziari avvenuti pochi anni precedenti in Italia e all'estero come, per esempio, i casi di Worldcom, Enron, Cirio e Parmalat. Il rafforzamento del controllo societario veniva perciò delegato all'amministratore indipendente, responsabile di diversi compiti in materia di vigilanza e prevenzione dei conflitti d'interesse. Grazie a tali compiti, infatti, l'amministratore indipendente avrebbe garantito un equilibrio stabile all'interno del CdA.

Per essere considerato "indipendente" l'amministratore deve soddisfare alcuni requisiti tra cui⁵¹:

- l'obbligo di non aver intrattenuto relazioni di qualsiasi tipo con la società e con le sue controllate, con gli amministratori esecutivi e con i soci di controllo, per fare in modo che non vi siano coinvolgimenti con l'amministratore indipendente e che questo possa esprimere un giudizio quanto più obiettivo possibile

⁵⁰ Legge n.262 del 28 dicembre 2005

⁵¹ Cfr Il ruolo degli amministratori indipendenti e del CdA nello sviluppo della responsabilità sociale per il valore sostenibile dell'impresa, Centro Studi sulla sostenibilità d'impresa

- non devono detenere partecipazioni azionarie tali da richiedere un controllo o un'influenza decisiva nella società
- non devono essere familiari stretti degli amministratori esecutivi della società

Vi sono altri requisiti a cui però sono soggetti non solo gli amministratori indipendenti, ma anche tutte le altre tipologie di amministratori (esecutivi e non esecutivi). Li citiamo brevemente:

- divieto di concorrenza
- disciplina del conflitto d'interessi
- requisiti di onorabilità e professionalità richiesti dallo Statuto della società o da leggi speciali

Dopo aver descritto brevemente le funzioni del CdA e del Collegio Sindacale, organi cardine delle imprese considerate all'interno del campione di analisi, nonché il ruolo degli amministratori indipendenti, la trattazione si concentra ora sulla struttura del CdA delle imprese italiane quotate in Borsa.

2.4 La struttura del CdA delle società quotate italiane: evidenze empiriche

Nei paragrafi precedenti abbiamo discusso i concetti base che riguardano il CdA delle imprese quotate; sono state definite le principali caratteristiche dell'organo amministrativo, le mansioni previste in ottica di successo aziendale e il ruolo del Collegio Sindacale che spesso affianca il CdA nei compiti amministrativi. Si è condotta, inoltre, un breve panoramica del ruolo degli amministratori indipendenti all'interno dei CdA delle imprese.

In questa sezione, l'attenzione si focalizza sul contesto italiano con l'obiettivo di analizzare la struttura amministrativa delle imprese quotate in Italia. Per fare ciò, nello sviluppo del presente paragrafo, verranno fatti chiari riferimenti ad alcuni studi empirici precedenti.

Come già indicato in precedenza, le società italiane quotate in Borsa sono caratterizzate, generalmente, da una struttura ben precisa di corporate governance che viene attribuita al sistema tradizionale; vi è la presenza del Consiglio di Amministrazione affiancato dal Collegio Sindacale, i

quali sono considerati rispettivamente organo di governo e organo di controllo nominati dall'assemblea degli azionisti.

Analizziamo ora una delle caratteristiche principali del CdA, ossia la sua dimensione. In questo contesto, ci viene d'aiuto lo studio effettuato da Fasan⁵² nel 2012 in cui vengono esaminati i *board of directors* delle imprese quotate italiane. I risultati dell'analisi effettuata da Fasan mostrano che i CdA sono composti, in media, da 15 membri con un range generalmente compreso tra 12 e 15 membri. Nell'analisi empirica viene effettuato, inoltre, un confronto con la dimensione media del CdA che caratterizza le imprese nel resto dell'Europa e si nota che, nel 2010, la media si attesta su 14,3 membri, non molto distante, dunque, da quella italiana. I dati cambiano sensibilmente se si considera il framework statunitense in cui la dimensione media del board è intorno a 11 persone.

Oltre alla dimensione del board, lo studio di Fasan si concentra anche sulla presenza degli amministratori indipendenti all'interno del CdA, introdotta con la riforma del diritto societario del 2003. Secondo l'indagine condotta dallo studioso, il 31,67% degli amministratori presenti nel CdA sono in possesso del requisito di indipendenza.

Tra le variabili analizzate da Fasan, risalta anche il numero delle donne presenti nel CdA delle imprese quotate italiane. Circa il 4,7% dei membri del CdA sono donne ed il 43% delle imprese analizzate ha almeno una donna all'interno del CdA. Tuttavia, se paragonato ai livelli medi dei paesi europei, l'Italia risulta essere all'ultimo posto della classifica in termini di rappresentanza delle donne nei CdA.

Anche la Consob elenca, all'interno del consueto report annuale⁵³, alcuni dati empirici in relazione alla dimensione del CdA e all'incidenza degli amministratori indipendenti delle società italiane quotate in Borsa. Di seguito vengono riportate due tabelle utilizzate dalla Consob all'interno del proprio documento annuale.

⁵² M.Fasan, Corporate Governance nelle quotate italiane: un'analisi empirica degli Amministratori e dei Consigli di Amministrazione, Dipartimento di Impresa e Management, Luiss Guido Carli, 2012.

⁵³ Consob, Report on Corporate Governance of Italian listed companies, Statistics and Analyses, 2019

Tabella 4 - Numero medio di CdA delle imprese italiane quotate in Borsa*(i valori fanno riferimento al 31/12 di ciascun anno)*

	board of directors	management board	supervisory board	number of companies
2008	9.9	7.7	12.4	278
2009	10.0	7.7	13.3	273
2010	10.1	7.4	13.1	262
2011	10.1	6.7	14.3	255
2012	10.0	6.3	14.2	241
2013	9.9	6.6	17.4	237
2014	9.8	6.5	17.3	225
2015	9.8	6.0	17.0	228
2016	9.9	4.3	13.0	220
2017	9.9	4.5	10.5	225
2018	9.8	4.5	10.5	222

Fonte: Consob - annual report

Tabella 5 - Media ed incidenza percentuale del numero di amministratori indipendenti all'interno del CdA delle imprese italiane quotate in Borsa

	Amministratori indipendenti (secondo la legge prevista dal Tuf)		Amministratori indipendenti (secondo il Codice di Corporate Governance)		Amministratori indipendenti (secondo la legge del Tuf e/o il Codice di Corporate Governance) ¹	
	mean	weight ²	mean	weight ²	mean	weight ²
2011	4.1	39.5	3.9	37.7	4.3	41.7
2012	4.4	43.4	4.1	40.2	4.5	44.4
2013	4.5	44.3	4.1	40.7	4.6	44.8
2014	4.6	45.2	4.2	41.6	4.7	46.1
2015	4.6	45.8	4.1	41.3	4.7	46.6
2016	4.7	46.7	4.3	42.9	4.8	47.6
2017	4.9	48.8	4.4	43.8	4.9	48.9
2018	4.9	49.3	4.5	44.4	5.0	49.5

Fonte: Consob – annual report.

¹ Amministratori definiti indipendenti sia dalla legge del Testo Unico della Finanza, sia dal Codice di Corporate Governance. ² Percentuale media di amministratori indipendenti di tutte le imprese quotate in Borsa.

In relazione alla dimensione del board, i dati riportati dalla Consob si discostano parecchio rispetto a quelli mostrati da Fasan. Il numero medio dei membri all'interno del CdA si attesta, infatti, intorno a 10 tra il 2009 e il 2012, mentre è lievemente inferiore nel 2008 e tra il 2013 e il 2018. Per quanto riguarda l'indipendenza, in un arco temporale compreso tra il 2011 e il 2018, il numero medio di membri indipendenti all'interno del CdA è quasi sempre compreso tra 4 e 5, mentre la percentuale media di soggetti indipendenti sul totale dei membri del CdA si attesta tra il 40 e il 50% con valore minimo pari a 37,7%. A differenza del board size, il numero medio di soggetti indipendenti risulta, così, non particolarmente differente rispetto al valore indicato all'interno del proprio studio da Fasan (31,67%).

Le caratteristiche strutturali del CdA influenzano la performance aziendale e con essa anche l'offerta di titoli al pubblico. Il momento della quotazione in Borsa è cruciale per l'impresa e necessita una spinta interna determinante per fare in modo di attrarre più risorse possibili. Per comprendere quanto sia importante il CdA nel momento dell'IPO, vediamo ora alcune indicazioni fondamentali per assicurare una buona riuscita dell'operazione di quotazione.

2.5 Relazione tra il CdA e l'IPO

Nel primo capitolo del presente elaborato abbiamo sottolineato quanto sia importante per le imprese quotarsi in Borsa. I benefici generati dalla quotazione sono concreti e hanno un forte impatto sul proseguo della vita aziendale. Seppur ostacolato da una serie di costi, il processo di IPO è quindi molto raccomandato per le società che hanno vissuto una crescita economico-finanziaria importante e che, guidati dal desiderio di miglioramento della propria immagine o dalla necessità di alternare le proprie fonti di finanziamento, vogliono tentare di ottenere e mantenere i benefici della quotazione anche nel medio/lungo periodo. Inoltre, la riuscita dell'operazione di IPO, specialmente negli ultimi anni, è fortemente guidata dal Consiglio di Amministrazione che riveste perciò un ruolo cruciale durante la quotazione in Borsa.

Patrick Dunne, ex direttore delle comunicazioni presso l'azienda multinazionale di private equity e venture capital 3i Group, esprime il suo parere sull'importanza del ruolo amministrativo nel processo di IPO⁵⁴:

⁵⁴ Cfr Odgers Berndtson, Going public, How to prepare your board for IPO

You need time for the board to gel. It's not only about picking the right people, it's about building the team.

Patrick Dunne sottolinea quanto sia rilevante in termini di successo la scelta del corretto *team* di soggetti coinvolti nell'operazione piuttosto che l'identificazione delle "giuste" persone singole ai fini del processo di IPO.

In un documento pubblicato nel settembre del 2018⁵⁵ la società di revisione Pwc (PricewaterhouseCoopers) sostiene che la chiave del successo dell'operazione di IPO sta nel corretto agire della corporate governance dell'impresa:

We believe you should tackle key governance decisions earlier rather than later in the process. Why? For one thing, having your governance structure and processes established and operating by the time you go public can send an important message to potential investors. For another, it can take more time than you think to recruit the directors you really want. Finally, if you hurry some decisions and get them wrong, you'll find it more difficult to change after you go public.

La società di revisione è molto chiara sulla possibile influenza della struttura di governance nei confronti dell'IPO: il successo e la conseguente creazione di valore per la società derivano soprattutto dal messaggio che il board comunica ai potenziali investitori.

L'affermazione sostenuta da Pwc era già stata condivisa alcuni anni precedenti, precisamente nel 2006, dall'OECD (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico). In un paragrafo di un documento⁵⁶ emanato dall'organizzazione in ambito di corporate governance in India, si legge come l'efficacia del sistema di corporate governance determini la fiducia dell'investitore nelle prospettive di crescita della società.

Anche Byrd *et al.* (1998)⁵⁷ sposano la medesima idea. In un articolo pubblicato alla fine degli anni '90 essi sostengono che i meccanismi di corporate governance sono intesi come principi integranti nel buon funzionamento delle imprese moderne. Una "buona" corporate governance è ritenuta essenziale ai fini della salvaguardia degli assets aziendali nonchè del mantenimento e rafforzamento della fiducia degli investitori.

⁵⁵ PricewaterhouseCoopers, *Going public? What you need to know about corporate governance*, 2018

⁵⁶ OECD, *Improving corporate governance in India, related party transactions and minority shareholder protection*, 2014

⁵⁷ J.Byrd, R.Parrino, G.Pritsch, *Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value*, May-June 1998

Per valutare l'impatto del CdA sul processo di IPO, Burton, Helliard e Power⁵⁸ hanno condotto un sondaggio nel luglio 2004 su circa 450 imprese quotate nel mercato di Borsa inglese. Il metodo di ricerca utilizzato dagli studiosi era specificatamente strutturato per fare in modo di estrapolare tutti i possibili cambiamenti messi in atto dall'impresa prima e dopo il processo di quotazione.

I risultati ai quali essi sono giunti mostrano come il 67% delle imprese coinvolte nel sondaggio indica una modifica dell'assetto di governo antecedente alla quotazione in Borsa; alcuni di essi, però, specificano anche che le diverse modifiche della corporate governance esistente messe in atto dalle imprese vengono effettuate per soddisfare i requisiti richiesti dalla Borsa di riferimento (in questo caso dalla Borsa inglese). Altri soggetti intervistati dichiarano che il cambiamento dell'assetto proprietario è spinto dalla necessità di incrementare la credibilità dell'IPO di fronte ai potenziali investitori istituzionali.

Ulteriori cambiamenti antecedenti alla quotazione in Borsa, dichiarati dagli intervistati, sono mostrati nella tabella seguente.

Tabella 6 - Esiti del sondaggio condotto da Burton, Helliard e Power (2004)

Did the decision to float result in any changes to the following, in the period leading up to the flotation?	Number of observations	Proportion of "Yes" in %
Corporate governance procedures	99	67
Investor relations function	98	62
Top management personnel	100	46
Brokers	94	35
Lawyers	100	29
Auditors	99	25
Investment Bankers	76	24
Accounting policies	100	20

Fonte: B.Burton, C.Helliard, D.Power, The Role of Corporate Governance in the IPO Process: a note, July 2004

⁵⁸ B.Burton, C.Helliard, D.Power, The Role of Corporate Governance in the IPO Process: a note, July 2004

In aggiunta, Burton *et al.* sostengono che alcune modifiche pre-IPO interessano anche la società di revisione. Infatti si viene a creare la necessità di sostituire l'esistente società di revisione, spesso di piccole dimensioni e con attività confinata in una ben precisa zona geografica, con una società appartenente alle cosiddette Big Four, in ottica di un miglioramento del processo di governance. Ho deciso di sottolineare questo risultato a cui giungono gli studiosi inglesi poiché, al momento dell'IPO, così come riportato nei prospetti informativi, anche le imprese considerate nell'analisi di regressione fanno affidamento alle società di revisione più importanti del settore e, quindi, il mio studio non fa altro che confermare la necessità dell'impresa di ricorrere ad una società maggiormente specializzata nell'ambito della revisione, sia per poter beneficiare di una migliore revisione contabile, sia per trasmettere un'immagine aziendale migliore ai potenziali investitori.

Dopo aver osservato quanto sia significativo per le imprese emittenti preparare il CdA nel processo pre-IPO, vediamo ora quali sono i benefici effettivi che una "buona" corporate governance apporterebbe in ottica di successo aziendale tra cui includiamo anche la riuscita dell'operazione di IPO. La decisione di quotarsi e offrire al mercato una quantità di titoli emessi dalla società, infatti, deve essere intesa come un momento di crescita aziendale che, in caso di successo, condurrebbe ad un miglioramento delle performance aziendali.

Una delle caratteristiche del CdA maggiormente studiata per verificare un potenziale legame con la performance dell'impresa è senza dubbio la dimensione del board, ovvero il numero di membri che la società include all'interno del suo Consiglio di Amministrazione.

In tale contesto, nella letteratura economica esistono due filoni opposti che hanno l'obiettivo di spiegare come la dimensione del Consiglio di Amministrazione possa effettivamente influenzare la tenuta economico-finanziaria dell'impresa. Le due diverse accezioni ritengono che:

1. una maggiore dimensione del CdA è utile perché permette di attrarre maggiori competenze e riesce a mantenere un rapporto consolidato con l'esterno.
2. al contrario, CdA troppo numerosi creano molta confusione con conseguente difficoltà nel raggiungere determinati accordi. Questo causerebbe una presa di posizione da parte del CEO (Amministratore Delegato) il quale non darebbe risalto al confronto tra gli amministratori imponendo, al contrario, il proprio volere. Inoltre, gruppi più piccoli riescono a prendere decisioni in maniera più immediata, evitando perdite di tempo le quali possono risultare fatali per la riuscita di un'operazione strategica come l'IPO.

Uno studio molto interessante a riguardo viene fornito da Tenuta e Cambrea (2016)⁵⁹. L'obiettivo dei due studiosi è quello di verificare l'impatto delle caratteristiche del board sulle performance aziendali, considerando un campione di imprese quotate alla borsa di Milano. L'analisi si concentra su alcune caratteristiche del CdA (come, ad esempio, la presenza delle donne tra gli amministratori) ma, ai fini della trattazione qui esposta, ci interessa principalmente dare una base empirica alle due diverse accezioni citate precedentemente nell'ambito della dimensione del board. I risultati empirici suggeriscono che la dimensione del CdA ha un'influenza positiva sulla performance aziendale; imprese con un numero elevato di membri nel CdA sarebbero maggiormente indirizzate verso il successo aziendale, grazie soprattutto alla maggior capacità di monitoraggio delle operazioni messe in atto dal management. Lo studio si pone perciò in linea con la prima delle due accezioni e raccomanda la composizione di un CdA dalle dimensioni più elevate ai fini del successo di un'operazione di IPO.

La scelta della dimensione del CdA in ottica di IPO è molto complicata poiché viene generalmente regolata da un *trade-off*:

- un Consiglio di Amministrazione più allargato permette il possesso di una più ampia informazione aggregata
- maggiori costi del processo decisionale associato a gruppi più ampi

Ci chiediamo allora quale potrebbe essere la dimensione ottimale del board in preparazione all'IPO. Per fare in modo di eliminare o ridurre al massimo le incertezze legate al possibile *trade-off* tra ampia informazione e maggiori costi del processo decisionale, una risposta immediata potrebbe essere quella di costruire un board dalla dimensione "media". Il difetto di una tale scelta consiste sia nella difficoltà di definire una dimensione media a livello quantitativo (ossia, quanti membri è necessario inserire affinché la dimensione sia "media"?), sia nel mancato ottenimento dei benefici di un board più grande o più piccolo; le imprese, infatti, non sarebbero avvantaggiate né dalla velocità decisionale di un Consiglio di Amministrazione piccolo, né dal possesso di risorse aggiuntive che un CdA più grande potrebbe garantire.

In conclusione, la creazione di un CdA quanto più performante possibile in ottica di IPO è uno dei compiti più difficili per l'impresa.

Nel corso del primo capitolo abbiamo definito il fenomeno dell'underpricing associandolo ad un rendimento iniziale positivo o negativo per l'investitore. Vediamo ora se e quanto incidono le

⁵⁹ P.Tenuta, D.R.Cambrea, Consiglio di amministrazione e valore d'impresa, 2016

caratteristiche del CdA non solamente nei confronti delle performance aziendali e del successo dell'IPO, ma anche sul rendimento del potenziale investitore e, di conseguenza, sulla tenuta economico-finanziaria post-IPO dell'impresa emittente.

2.6 Relazione tra il CdA e l'IPO underpricing: framework teorico

Nel paragrafo precedente abbiamo visto quanto sia importante, per le imprese che hanno intenzione di quotarsi in Borsa, strutturare il proprio CdA in modo da poter attirare la clientela e decretare, successivamente, il successo dell'operazione di IPO.

Per poter proseguire con la trattazione, però, è necessario fare un passo in avanti e focalizzarsi sulle possibili relazioni tra il board e l'IPO underpricing, quest'ultimo misurato attraverso la differenza in percentuale tra il prezzo di chiusura del titolo azionario durante il primo giorno lavorativo di negoziazione e il prezzo di offerta del titolo sul mercato primario.

La letteratura economica ci mostra come tale relazione sia già stata studiata empiricamente da diversi autori nel corso degli anni. Ne citiamo alcuni.

Mnif (2010)⁶⁰ decide di esaminare l'associazione tra le caratteristiche del board of directors e l'underpricing in un campione composto da 133 IPOs emesse in Francia tra il 2000 e il 2004. Attraverso un modello econometrico lineare, l'autore mostra come la dimensione del CdA abbia un effetto significativo sull'IPO underpricing. Nello specifico le imprese con un board composto da pochi membri tendono a sperimentare livelli più bassi di underpricing. Questo significa che, agli occhi degli investitori, una composizione del CdA caratterizzata da un numero basso di amministratori implica una miglior visione del valore aziendale con conseguente sostegno del prezzo azionario. Un altro risultato significativo consiste nella relazione negativa tra la proporzione di amministratori indipendenti presenti nel CdA e l'IPO underpricing. All'aumentare del numero dei membri indipendenti diminuisce la differenza percentuale tra prezzo di chiusura e prezzo di offerta del titolo: questo risultato ci porta a considerare l'indipendenza amministrativa come un chiaro effetto positivo nell'aspettativa del potenziale investitore. Altre due variabili interessanti che verranno utilizzate

⁶⁰ A.Mnif, *Board of Directors and the pricing of initial public offerings (IPOs): does the existence of a properly structured board matter? Evidence from France*, February 2010.

nell'analisi empirica del capitolo successivo, *firm age* e *firm size*, ossia l'età dell'impresa e la dimensione della stessa, non risultano significative nel modello di Mnif.

Un anno dopo, Yatim (2011)⁶¹ conduce la medesima analisi inerente alla relazione tra il board e l'IPO underpricing considerando un campione di imprese emittenti titoli nel mercato della Malaysia. Lo studioso riporta gli esiti dell'analisi condotta su 385 IPOs emesse tra il 1999 e il 2008. Nella discussione post analisi spicca la relazione significativa tra la dimensione dell'impresa (*firm size*) e l'underpricing: i dati suggeriscono che le imprese più grandi tendono ad avere livelli di underpricing minori. Probabilmente, grazie alla loro posizione nel mercato già consolidata da anni, tali imprese non hanno la necessità di sottoprezzare i titoli per attirare più investitori possibili.

Successivamente anche Darmadi e Gunawan (2012)⁶² si domandano se esiste una relazione empirica tra l'underpricing e le caratteristiche del *board of directors*. L'analisi si basa su un campione di 101 imprese indonesiane che conducono l'IPO sul mercato primario tra il 2003 e il 2011. Al contrario di Mnif, Darmadi e Gunawan scoprono che l'underpricing è positivamente correlato (con significatività statistica) con la variabile indipendente *board independence*. Questo risultato è molto interessante poiché implica che le imprese emittenti IPOs con un'elevata incidenza di amministratori indipendenti all'interno del CdA hanno una probabilità maggiore di sperimentare l'IPO underpricing. L'analisi empirica si pone in una direzione opposta rispetto all'idea iniziale dei due studiosi i quali avevano ipotizzato una relazione negativa tra il *board independence* e l'underpricing. Un secondo risultato interessante emerge dalla percentuale di azioni emesse dall'impresa possedute dagli investitori istituzionali: l'underpricing è negativamente e statisticamente significativo in relazione all'*institutional ownership*. Dato che un elevato livello di underpricing potrebbe essere dovuto, tra l'altro, ad una forte asimmetria informativa tra l'impresa e i potenziali investitori, la presenza di una determinata percentuale di investitori istituzionali aiuterebbe ad eliminare o quantomeno ridurre tale problema. In ultimo, anche la dimensione dell'impresa ha un effetto significativo nei confronti dell'underpricing; come già suggerito da Yatim, le imprese più grandi, ove la grandezza è misurata attraverso il valore degli attivi di bilancio, hanno una maggiore probabilità di sperimentare bassi livelli di underpricing. La conclusione a cui giungono Darmadi e Gunawan si focalizza sulla maggiore visibilità aziendale che caratterizza le imprese di maggiori dimensioni poiché tale concetto può

⁶¹ P. Yatim, *Underpricing and board structures: an investigation of Malaysian initial public offerings (IPOs)*, Asian Academy of Management Journal of accounting and finance, 2011.

⁶² S. Darmadi, R. Gunawan, *Underpricing, Board structure, and Ownership: an empirical examination of Indonesian IPO firms*, April 2012.

contribuire a ridurre il divario esistente dal punto di vista informativo tra l'emittente ed i potenziali investitori.

Qualche anno dopo, e precisamente nel 2014, altri studi a riguardo vennero forniti da Hidayat e Kusumastuti⁶³ sempre all'interno del contesto indonesiano. Considerando un campione di 95 osservazioni effettuate su imprese che emettono l'IPO sul mercato indonesiano tra il 2005 e il 2012, l'analisi empirica sviluppata dai due economisti è basata sulla teoria dei segnali,⁶⁴ la quale sostiene che l'esistenza di un'appropriata struttura di corporate governance nel momento in cui l'impresa effettua l'IPO avrà il beneficio di fornire un buon segnale ai potenziali investitori. L'esistenza della teoria dei segnali scaturisce dalla condizione di asimmetria informativa di cui si parlava in precedenza. In aggiunta, lo studio mostra che il prospetto informativo è il documento cardine affinché venga trasmesso un segnale positivo ai potenziali investitori; quest'ultimo deve contenere tutte le informazioni rilevanti in modo che il mercato possa predisporre un'*assessment* dell'impresa. Sempre in considerazione di un'analisi empirica eseguita con l'ausilio della teoria dei segnali, Hidayat e Kusumastuti definiscono le possibili variabili esplicative in grado di trasmettere un segnale significativo al gruppo di potenziali investitori. La dimensione del CdA (*board size*) risulta negativamente correlata con l'IPO underpricing, mentre l'incidenza degli amministratori indipendenti nel CdA, seppur non significativa, ha una relazione negativa con l'underpricing. Tra le altre variabili indipendenti considerate durante l'analisi, il *debt to equity ratio* indica una relazione positiva e significativa tra il leverage dell'impresa e l'IPO underpricing.

Altri risultati interessanti provengono dallo studio di Olegovna (2016)⁶⁵ il cui obiettivo è analizzare il rapporto tra le caratteristiche del CdA e l'IPO underpricing in un campione di imprese russe quotate nel *Russian stock exchange*. Le osservazioni ricoprono un periodo temporale compreso tra il 2002 e il 2015. Per quanto riguarda i risultati dell'analisi di regressione, Olegovna dimostra che la variabile indipendente *firm size*, ovvero la dimensione dell'impresa, è statisticamente significativa: all'aumentare della dimensione misurata attraverso l'ammontare degli assets aziendali diminuiscono

⁶³ A.W.Hidayat, R.Kusumastuti, *The influence of Corporate Governance Structure toward Underpricing*, Internation Journal of Administrative Science & Organization, May 2014.

⁶⁴ La teoria dei segnali è molto utile per descrivere il comportamento quando due parti (individui o organizzazioni) hanno accesso ad una mole diversa di informazioni. Il processo, tipicamente, funziona nel modo seguente: vi è la presenza di un *mittente* il quale sceglie se e come comunicare (oppure segnalare) una data informazione e di un'altra parte, il destinatario, il quale sceglie come interpretare tale segnale. La suddetta teoria occupa una posizione di rilievo in una varietà di ambiti più prettamente economico-sociali tra i quali la gestione strategica, l'imprenditorialità e la gestione delle risorse umane, nonché ambiti maggiormente finanziari come, ad esempio, le strategie d'investimento azionario/obbligazionario. Cfr B.L.Connelly, S.T.Certo, R.D.Ireland, C.R.Reutzel, *Signalling theory: A review and assessment*, Journal of Management, 2011.

⁶⁵ L.V.Olegovna, *The relationship between the board composition and the level of IPO underpricing in Russian companies*, St. Petersburg State University, 2016.

i livelli di underpricing. Con tale effetto, lo studioso non fa altro che confermare gli studi precedenti i quali sostenevano anch'essi la relazione negativa tra firm size e IPO underpricing.

Un altro studio un po' differente dai precedenti ma molto efficace in termini di IPO underpricing e della sua relazione con il CdA è stato sviluppato da Malafeev (2018)⁶⁶. Sempre all'interno del contesto russo, a differenza degli altri studi citati precedentemente, l'autore divide il campione in imprese che sono quotate nell'LSE (London Stock Exchange) ed imprese quotate nel MOEX (Moscow Stock Exchange). Nello specifico Malafeev prende in considerazione 48 imprese quotate nell'LSE e 52 imprese quotate nel MOEX. La scelta dell'arco temporale intorno al quale basare l'analisi è conseguenza di una forte arretratezza che ha caratterizzato il mercato delle IPOs in Russia: prima del 2002 infatti, come sottolinea Malafeev, solo 6 imprese avevano condotto l'IPO sul mercato russo. Negli anni successivi, al contrario, diverse imprese si sono affacciate sul mercato spinte dalla necessità di finanziamento alternativo nonché di miglioramento della propria immagine. L'autore decide perciò di utilizzare un arco temporale compreso tra il 2002 e il 2017, con lo scopo di porre la propria analisi a confronto con altri studi effettuati su mercati maggiormente sviluppati e nello stesso periodo di tempo. L'evidenza empirica russa mostra come la dimensione del board of directors e l'incidenza degli amministratori indipendenti nel CdA non siano rilevanti in termini statistici. Un risultato significativo deriva, invece, dal *leverage* calcolato attraverso il rapporto tra l'ammontare del debito di terzi ed il patrimonio netto dell'impresa. In entrambe le borse, LSE e MOEX, i dati empirici suggeriscono che il livello di *leverage* dell'impresa ha un effetto negativo nei confronti dell'underpricing; ciò implica che, all'aumentare dell'indebitamento societario diminuisce l'underpricing. Questo risultato, tuttavia, si colloca in una posizione opposta rispetto allo studio di Hydayat e Kusumastuti, i quali sostenevano che all'aumentare del leverage aumenta anche l'underpricing.

⁶⁶ A.Malafeev, *Relationship between characteristics of board of directors and IPO underpricing*, St. Petersburg University, 2018.

CAPITOLO TERZO

Analisi empirica della relazione tra le caratteristiche del CdA e l'IPO underpricing

3.1 Introduzione

Il presente capitolo ha l'obiettivo di illustrare e discutere i risultati dell'analisi econometrica volta ad individuare se esistono alcune relazioni significative tra le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione e l'IPO underpricing in un campione di imprese italiane.

Nel corso dei capitoli precedenti, l'obiettivo principale è stato quello di esporre le caratteristiche più importanti dell'underpricing e del CdA, nonché quello di presentare gli studi empirici precedenti che hanno affrontato la relazione tra questi due concetti. Nello specifico il capitolo primo ha contribuito ad introdurre e poi approfondire la tematica dell'Initial Public Offering delle imprese (con particolare riferimento al processo di quotazione in Borsa) e la sua relazione con l'anomalia di mercato denominata underpricing. Quest'ultimo, ricorrente all'interno dei mercati di Borsa, è stato supportato da diverse teorie le quali avevano l'obiettivo principale di individuarne le possibili cause sottostanti. Il capitolo si è concluso con la spiegazione di alcune evidenze empiriche riguardanti l'incidenza del fenomeno all'interno dei mercati di Borsa italiani ed esteri.

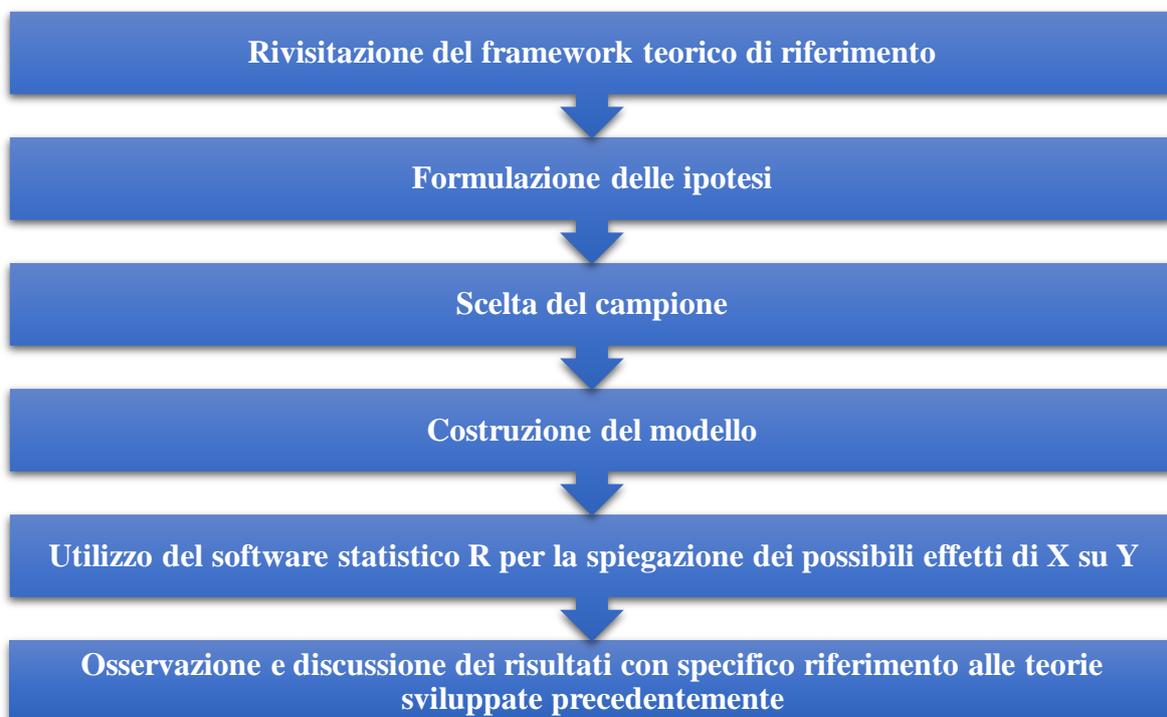
Nell'esposizione del capitolo secondo, l'attenzione si è focalizzata sulla corporate governance, sulla definizione degli organi amministrativi societari e, successivamente, sul ruolo del CdA nei confronti dell'IPO. Nell'ultima parte del capitolo sono state considerate alcune teorie empiriche rilevanti, tutte effettuate in ambito internazionale, con lo scopo di esporre l'analisi econometrica tra il board of directors e l'IPO underpricing. La trattazione si è soffermata, ovviamente, sui risultati delle precedenti analisi, i quali verranno riproposti nel corso del terzo capitolo in modo da poterli confrontare con l'analisi empirica condotta in questa sede.

Come già sottolineato in precedenza, gli studi che riguardano la relazione tra il board e l'IPO underpricing sono stati effettuati solamente in contesti internazionali, molti dei quali si sono svolti nei paesi dell'Asia. Tra i Paesi maggiormente sviluppati, solo in Francia è stata testata la suddetta relazione. Considerata la mancanza di studi effettuati su campioni di imprese italiane, ho pensato di trattare questa tematica in ottica di confronto sia con l'unico paese maggiormente sviluppato (Francia) sia con i restanti paesi più "emergenti" soggetti ad analisi.

3.2 Metodologia di ricerca

Lo strumento di ricerca utilizzato all'interno del presente elaborato è la regressione lineare multipla. Affinchè venga effettuata un'analisi empirica in modo corretto ed esaustivo, è necessario seguire alcuni step metodologici fondamentali che vengono riportati in sequenza nella figura seguente.

Figura 3 - Metodologia di ricerca adottata nel presente elaborato



Fonte: Elaborazione propria

3.3 Scelta delle variabili utilizzate nel modello di regressione

Ai fini dell'analisi econometrica, sono state individuate alcune variabili indipendenti utili per verificare la relazione intrinseca con la variabile dipendente rappresentata dall'IPO underpricing. La scelta delle variabili indipendenti si basa sia sugli studi empirici precedenti sia sull'effettiva reperibilità dei dati. Infatti alcune variabili, come per esempio l'*institutional ownership* ossia la proporzione delle azioni dell'impresa possedute dagli investitori istituzionali,⁶⁷ oppure il *board reputation* calcolato tramite il numero totale degli amministratori dirigenti del CdA di un'impresa che rivestono già il ruolo di amministratori non esecutivi di una o più imprese differenti⁶⁸, non sono state considerate nel modello di regressione poiché una buona parte delle imprese inserite nel campione non dispone al pubblico tale informazione all'interno dei propri documenti societari.

Al termine di un'attenta valutazione dei possibili parametri in grado di spiegare la relazione tra l'IPO underpricing e il board delle imprese, le variabili indipendenti inserite nel modello di regressione sono sette. Le elenco di seguito.

- *Board size* ossia la dimensione del Consiglio di Amministrazione delle imprese. Il calcolo della dimensione considera anche i membri del Consiglio Sindacale in quanto quest'ultimo, come già sottolineato nel corso del capitolo secondo, influenza le performance aziendali grazie ad un accurato controllo dell'operato degli amministratori e potrebbe, quindi, avere rilievo per i potenziali investitori in ottica di IPO.
- *Firm age*. Tale variabile viene calcolata come differenza tra l'anno in cui l'impresa effettua l'IPO e l'anno di fondazione della società, così come riportato all'interno del prospetto informativo. Poche imprese del campione presentavano una coincidenza tra l'anno della quotazione e l'anno di fondazione con conseguente differenza pari a 0. In linea con gli studi precedenti, tali imprese non sono state considerate all'interno dell'analisi, poiché un valore nullo di una variabile indipendente è ininfluente in termini statistici e non avrebbe apportato alcuna evidenza empirica rilevante.
- *Board independence* calcolata attraverso il rapporto tra il numero di amministratori indipendenti (seguendo i requisiti precisati all'interno del contesto legislativo n.148 del Tuf) e il totale dei membri operanti nel CdA; in questo caso, per il calcolo della totalità dei soggetti all'interno del board, non si è considerato il numero di soggetti facenti parte del

⁶⁷ Cfr S.Darmadi, R.Gunawan, Underpricing, Board Structure, and Ownership: An Empirical Examination of Indonesian IPO Firms, April 2012

⁶⁸ P.Yatim, Underpricing and board structures: an investigation of Malaysian Initial Public Offerings (IPOs), Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, 2011

Collegio Sindacale, in quanto l'indipendenza riguarda solo i soggetti all'interno del CdA. Il valore risultante dal semplice calcolo è inserito nel database in termini percentuali.

- *Return on asset (ROA)*. Il calcolo del ROA è ottenuto tramite il quoziente tra l'utile netto di bilancio e il totale attivo così come indicato di seguito:

$$ROA = \frac{\text{utile netto}}{\text{totale attivo}}$$

Anche conosciuto come indice di profittabilità, il ROA indica la redditività del capitale investito dall'impresa, ossia la capacità di generare reddito attraverso la propria attività.

- *Debt to equity ratio*. Il rapporto debito/patrimonio netto (D/E) è calcolato dividendo il totale delle passività finanziarie di una società per il suo patrimonio netto. Di seguito viene riportata la formula per il calcolo del D/E.

$$D/E = \frac{\text{Debiti finanziari}}{\text{Patrimonio netto}}$$

Conosciuto anche con l'espressione di "leva finanziaria", il D/E viene impiegato allo scopo di valutare la solidità finanziaria della società. Tale indicatore è molto utilizzato in finanza aziendale poiché indica il grado con cui la società sostiene i propri impieghi tramite il ricorso al debito rispetto all'utilizzo di fondi propri. Nello specifico, esso riflette la capacità del patrimonio netto di coprire tutti i debiti in essere.

- *Firm size* ossia la dimensione della società. La variabile viene calcolata tramite il logaritmo naturale delle attività totali indicate nello stato patrimoniale del bilancio d'esercizio.
- *Ownership concentration*. Già ampiamente introdotto nel capitolo precedente, la variabile relativa alla concentrazione azionaria viene calcolata come la percentuale di quote azionarie (e quindi di capitale sociale) possedute dall'azionista di maggioranza sul totale del capitale sociale.

Per quanto riguarda la variabile dipendente, ai fini del calcolo dell'underpricing si è utilizzata la formula del RIR (Raw Initial Return), già menzionata nel primo capitolo. Ho scelto di utilizzare questa formula e non il MAIR (anch'esso citato nel primo capitolo) per la semplicità di calcolo del primo rispetto al secondo: il MAIR prevede, infatti, che si tenga conto anche dell'andamento generale del mercato azionario nel periodo compreso tra la data di chiusura della sottoscrizione delle azioni ed il primo giorno di negoziazione del titolo.

Ripropongo di seguito la formula matematica del RIR utilizzata per il calcolo dell'underpricing.

$$RIR_{i,t} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}}$$

dove:

- $P_{i,1}$ rappresenta il prezzo di chiusura del titolo al termine del primo giorno di negoziazione in Borsa
- $P_{i,0}$ è il prezzo di offerta dell'IPO sul mercato primario

3.4 Formulazione delle ipotesi

Ai fini dell'analisi, è necessario definire le ipotesi che andranno poi testate empiricamente. La costruzione delle ipotesi si basa sulla letteratura esistente, ossia sugli studi precedenti che hanno trattato la relazione tra le caratteristiche del CdA e l'IPO underpricing. Tali studi sono stati protagonisti dell'ultima parte del capitolo precedente e, ai fini dello sviluppo delle ipotesi da testare, verranno brevementi citati in questa sede.

La seguente tabella sintetizza i risultati ottenuti dagli studi empirici.

Tabella 7 - Report sulle variabili indipendenti utilizzate negli studi precedenti

	Variabili indipendenti						
Autore	Board size	Firm age	Board independence	Return on asset	Debt to equity ratio	Firm size	Ownership concentration
<i>Mnif (2010)</i>	↑	Nd	↓	Nd	Nd	Nd	Nd
<i>Yatim (2011)</i>	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	↓	Nd
<i>Darmadi, Gunawan (2012)</i>	↓	Nd	↑	Nd	Nd	↓	Nd
<i>Hidayat, Kusumastuti (2014)</i>	↓	Nd	Nd	Nd	↓	Nd	Nd
<i>Olegovna (2016)</i>	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	↓	Nd
<i>Malafeev (2018)</i>	Nd	Nd	Nd	Nd	↓	Nd	Nd

Fonte: Elaborazione propria

Legenda:

↑ relazione positiva tra la variabile indipendente e l'IPO underpricing

↓ relazione negativa tra la variabile indipendente e l'IPO underpricing

Nd relazione tra la variabile indipendente e l'IPO underpricing non analizzata nel modello oppure non significativa dal punto di vista statistico (ossia valore del $p\text{-value}^{69} > 0,10$).

Nel capitolo precedente, l'attenzione del lettore si è focalizzata, tra l'altro, sul rapporto tra le caratteristiche del CdA e la performance aziendale nella quale abbiamo incluso anche il successo di un'operazione di IPO. Per analizzare tale relazione, abbiamo fatto un chiaro riferimento allo studio di Tenuta e Cambrea (2016). I due studiosi hanno ottenuto un risultato molto interessante: all'aumentare della dimensione del CdA migliorano le performance aziendali. La causa sottostante

⁶⁹ In statistica, il valore-p rappresenta la probabilità di rifiutare l'ipotesi nulla quando essa è corretta.

tale effetto positivo può risiedere nel miglior monitoraggio che caratterizza un board numeroso rispetto ad un CdA composto da un numero di membri inferiore. Considerato che l'underpricing è ritenuto un fenomeno di "incertezza" all'interno del mercato, in quanto esso è al centro della questione legata alle asimmetrie informative tra emittente e investitore, seguendo la già citata teoria dei segnali, un CdA più numeroso dovrebbe suggerire una minor incertezza con conseguente miglior performance aziendale. Quindi potremmo concludere che all'aumentare del numero di soggetti del CdA e, perciò, di un'accentuata attività di monitoring, l'underpricing dovrebbe rispondere con un livello più basso, proprio per segnalare la minor incertezza associata all'attività imprenditoriale. Questo concetto è alla base della prima ipotesi.

H1 -> Esiste una relazione negativa tra la dimensione del CdA e l'IPO underpricing.

Similmente alla prima ipotesi, per quanto riguarda il numero di amministratori indipendenti all'interno del CdA, sappiamo che essi sono responsabili del controllo sull'attività del board. Un numero maggiore di membri indipendenti andrebbe perciò a migliorare il controllo societario con conseguente maggiore possibilità di successo aziendale, nonché un limitato insorgere di conflitti interni che potrebbero causare disguidi all'interno del CdA. Agli occhi dei potenziali investitori un CdA composto da una proporzione elevata di amministratori indipendenti ridurrebbe l'incertezza e, di conseguenza, l'underpricing dovrebbe risultare basso. Questo risultato conduce alla costruzione della seconda ipotesi.

H2 -> Esiste una relazione negativa tra l'incidenza degli amministratori indipendenti all'interno del board e l'IPO underpricing.

Considerato che l'underpricing è ritenuto un segnale di incertezza e asimmetria informativa, un livello di indebitamento più consistente, il quale sarebbe indicativo di una possibile struttura finanziaria dell'impresa poco solida e maggiormente rischiosa, potrebbe condurre ad un maggior valore dell'underpricing. Questo assunto delinea le basi per la definizione della terza ipotesi da testare attraverso il modello di regressione.

H3 -> Esiste una relazione positiva tra il Debt to Equity ratio e l'underpricing.

La variabile indipendente legata alla dimensione dell'impresa (firm size) è responsabile della stima della quarta ed ultima ipotesi. I risultati delle teorie empiriche precedenti parlano chiaro: una

maggior dimensione dell'impresa ha un effetto negativo sull'IPO underpricing in quanto le imprese che sperimentano valori di assets elevati migliorano la percezione esterna dell'azienda conducendo ad una riduzione dell'incertezza e quindi, di conseguenza, anche dell'underpricing. Questa conclusione ci porta ad individuare la quarta ed ultima ipotesi.

H4 -> Esiste una relazione negativa tra la dimensione dell'impresa misurata attraverso il valore degli assets aziendali e l'IPO underpricing.

Vediamo ora come avviene la costruzione del modello di regressione multipla tendendo in considerazione sia le variabili indipendenti citate precedentemente sia le ipotesi da testare. Innanzitutto, verrà ripreso il concetto di regressione multipla in generale e, successivamente, verrà applicato al caso delle imprese italiane.

3.5 Modello di regressione multipla in generale

Per analizzare le possibili relazioni tra la variabile dipendente rappresentata dall'IPO underpricing e le sette variabili indipendenti, si utilizza un modello di regressione lineare multiplo.

Questo modello ci permette di stimare l'effetto sull'underpricing (Y_i) di una variazione in un regressore ($X_{1,i}$), mantenendo costante le altre variabili indipendenti ($X_{2,i}, X_{3,i}, ecc$).

Il modello generico di regressione multipla è⁷⁰:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1,i} + \beta_2 X_{2,i} + \dots + \beta_k X_{ki} + u_i \quad \text{con } i = 1, \dots, n$$

dove:

- Y_i rappresenta la i -esima osservazione della variabile dipendente mentre $X_{1,i}, X_{2,i}, \dots, X_{k,i}$ sono le i -esime osservazioni di ciascuno dei k regressori ed u_i è il termine d'errore

⁷⁰ Cfr J.H.Stock, M.W.Watson, Introduzione all'Econometria, Pearson

- La retta di regressione per una popolazione è rappresentata dalla relazione tra la Y e la X che vale in media nella popolazione:

$$E(Y | X_{1,i} = x_1, X_{2,i} = x_2, \dots, X_{k,i} = x_k) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k x_k$$

- β_1 è il coefficiente o parametro associato ad X_1 , β_2 è il coefficiente o parametro associato ad X_2 e così via. In termini matematici, β_1 rappresenta la variazione attesa di Y_i che risulta da una variazione di una unità in $X_{1,i}$ mantenendo costanti gli altri regressori ($X_{2,i}, \dots, X_{k,i}$). Gli altri coefficienti si interpretano in maniera analoga a β_1 .
- β_0 è l'intercetta della retta di regressione. È interpretato come il valore atteso di Y quando tutte le X valgono zero. L'intercetta è considerata il coefficiente di regressione, $X_{0,i}$ che è uguale a uno per ogni i .

3.5.1 Stima dei coefficienti di regressione

I coefficienti di regressione ($\beta_1, \beta_2, \beta_3$ ecc.) sono stimati minimizzando la somma dei quadrati degli errori di predizione andando a scegliere, perciò, gli stimatori b_0 e b_1 ecc, in modo da minimizzare:

$$\sum_{i=1}^n (Y_i - b_0 - b_1 X_{1,i} - \dots - b_k X_{ki})^2.$$

Gli stimatori risultanti sono gli OLS, $\widehat{\beta}_0, \widehat{\beta}_1$ e così via.

3.6 Modello di regressione multipla utilizzato per l'analisi empirica

Dopo aver descritto brevemente la parte teorica legata al modello di regressione multipla, compreso il processo di stima dei coefficienti di regressione attraverso il metodo dei minimi quadrati (*Ordinary Least Squares*), rappresento di seguito il modello di regressione multipla utilizzato ai fini della relazione tra l'IPO underpricing e le caratteristiche del board nel campione di imprese italiane considerato.

$$\begin{aligned} IPO \text{ underpricing} = & \beta_0 + \beta_1(\text{board size}) + \beta_2(\text{firm age}) + \beta_3(\text{board independence}) + \\ & \beta_4(\text{return on asset}) + \beta_5(\text{debt to equity ratio}) + \beta_6(\text{firm size}) + \\ & \beta_7(\text{ownership concentration}) + \varepsilon_i \end{aligned}$$

All'interno del modello notiamo le sette variabili indipendenti (o regressori) descritte precedentemente ed il termine d'errore, il quale contiene tutti gli altri fattori diversi da X che contribuiscono a determinare il valore della variabile dipendente Y per ogni specifica osservazione i -esima.

Ci soffermiamo ora sul campione di imprese disponibile per l'analisi e sulla modalità di raccolta dei dati utili all'analisi statistica.

3.7 Campione di imprese disponibile per l'analisi di regressione

Per effettuare lo studio empirico, è stato selezionato un campione di 80 imprese quotate nel mercato di Borsa Italiana S.p.A.. Le imprese considerate nel campione sono quotate indistintamente all'interno dei segmenti della Borsa. In particolare facciamo riferimento ai segmenti del mercato azionario quindi l'MTA (Mercato Telematico Azionario), AIM Italia (dove AIM sta per Alternative Investment Market) e STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti). I dati reperiti ai fini statistici fanno riferimento a società che hanno effettuato l'IPO (e quindi la quotazione) nel periodo

compreso tra il 2005 e il 2017. La scelta del periodo di riferimento non è casuale e dipende da tre fattori.

- La fascia di tempo compresa tra la fine degli anni '90 e i primi anni del 2000 è stata caratterizzata, nel mercato azionario italiano, da una forte crescita delle società con l'intenzione di quotarsi in Borsa e questo fattore ha creato una forte anomalia di mercato, registrando numeri di IPOs molto elevati.⁷¹ Per evitare di considerare un periodo “fuori media” in termini di numeri di IPOs in Italia, ho preferito considerare il periodo immediatamente successivo in cui, inoltre, è possibile cogliere gli effetti della crisi finanziaria del 2008 sul numero di imprese che ricorrono in Borsa.
- La mancanza di alcune informazioni utili per effettuare l'analisi nel periodo antecedente il 2005.
- Possibilità di confronto con il framework teorico di riferimento. La maggior parte degli studi che cercano di spiegare la possibile relazione tra l'underpricing e le caratteristiche del CdA vengono effettuati nel periodo compreso tra il 2005 e il 2017, motivo per cui questa trattazione si basa su tale arco di tempo, in modo da poter confrontare i risultati ottenuti negli stessi anni con altre realtà internazionali.

La lista delle IPOs nel periodo di trattazione dell'analisi è stata reperita dal sito di Borsa Italiana nella sezione riguardante le matricole.

Le informazioni necessarie per poter sviluppare l'analisi di regressione sono state reperite da diverse fonti:

- Prospetto informativo delle società, messo a disposizione dall'impresa stessa nel momento immediatamente antecedente la quotazione in Borsa all'interno del proprio sito web e, in particolare, nella sezione *investor relations*. In caso di mancata pubblicazione del prospetto e/o non disponibilità, si è provveduto alla ricerca del documento nel sito ufficiale di Borsa Italiana.
- Bloomberg L.P. database.
- Altri documenti messi a disposizione dalla società nel proprio sito web come, ad esempio, reports circa i risultati ottenuti dall'operazione di IPO e comunicati stampa, nonché relazioni finanziarie infrannuali.

Le imprese inserite nel campione, come già anticipato, sono 80. Tuttavia, la totalità delle società che hanno effettuato l'IPO tra il 2005 e il 2017 sono 196. Di queste, una buona parte sono state

⁷¹ Per approfondimenti si rimanda al capitolo 1 paragrafo 1.5, *Il fenomeno dell'IPO in Italia*

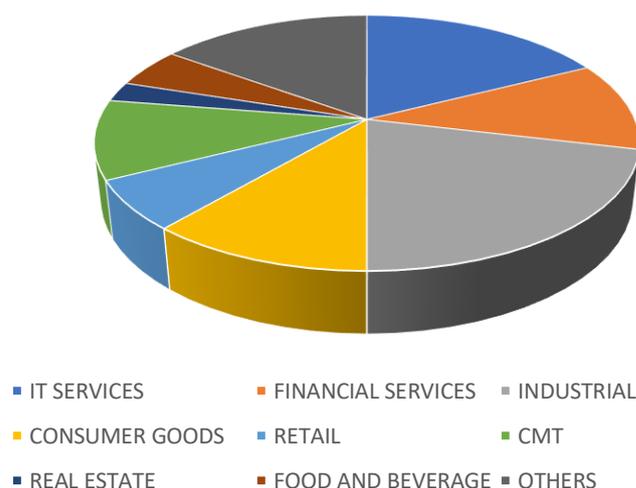
scartate dall'analisi in quanto non erano disponibili tutte le informazioni necessarie a definire le variabili incluse nel modello. Inoltre qualche società è stata rimossa dal campione poiché presentava un valore di underpricing pari a zero il che, restando in linea con quanto detto negli studi empirici di riferimento, non avrebbe apportato nulla di significativo per l'analisi. La numerosità del campione si è perciò ridotta di 116 unità.

Le imprese considerate nel campione di analisi appartengono a settori molto diversi tra loro.

Di seguito, verrà mostrato un grafico a torta che rappresenta la composizione del campione di imprese per settore di appartenenza.

Figura 4 - Distribuzione dei dati osservati per settore di riferimento

Distribuzione delle osservazioni per settore di attività



Fonte: Elaborazione propria

Come emerge dal grafico, la maggior parte delle imprese considerate all'interno del campione operano nel settore industriale, seguito da una percentuale di imprese incluse nel settore dell'*IT services* in cui l'attività *core* riguarda la pianificazione, progettazione e gestione dei sistemi cosiddetti di *Information Technology*.

Nel grafico vengono poi rappresentati altri settori tra i quali:

- *consumer goods* in cui le imprese hanno come obiettivo principale la distribuzione di beni alla clientela. Fanno parte di questo settore imprese che si occupano, ad esempio, della distribuzione di accessori o prodotti di abbigliamento

- *financial services* ossia il settore dei servizi finanziari (ad esempio, banche, imprese di assicurazione, SIM)
- *retail* ossia tutto ciò che riguarda le attività di distribuzione di prodotti al dettaglio
- *food and beverage* legati alla produzione e vendita di prodotti alimentari
- *cmt (communication, media and technology)* ossia il settore dei media e delle comunicazioni. Viene inclusa in tale settore anche l'editoria come, per esempio, il Sole 24 Ore
- *real estate* ovvero il settore che basa la propria attività nel mercato immobiliare
- *others* in cui vengono incluse le restanti imprese con attività non assimilabili ai settori sopra descritti

3.8 Statistiche descrittive

In questo paragrafo consideriamo le principali statistiche descrittive della variabile dipendente e delle sette variabili indipendenti utilizzate ai fini dell'analisi di regressione.

L'elenco delle statistiche descrittive viene riportato nella tabella seguente.

Tabella 8 - Statistiche descrittive delle variabili inserite nel modello

Variabile	Osservazioni	Media	Mediana	Deviazione standard	Minimo	Massimo
<i>Underpricing</i>	80	0,059	0,047	0,147	-0,397	0,868
<i>Board size</i>	80	12,387	12	2,592	8	21
<i>Firm age</i>	80	35,062	21	41,870	0	243
<i>Board independence</i>	80	0,304	0,29	0,142	0,11	0,86
<i>Return on asset</i>	80	0,042	0,033	0,070	-0,245	0,261
<i>Debt to equity ratio</i>	80	0,465	0,456	0,254	0,009	1,123
<i>Firm size</i>	80	4,467	4,119	2,134	0,832	11,976
<i>Ownership concentration</i>	80	0,698	0,706	0,276	0,142	1

Fonte: Elaborazione propria

L'underpricing stimato nel periodo compreso tra il 2005 e il 2017 varia di molto passando da un minimo di -39,7%⁷² fino ad un massimo di oltre l'86% con una media ed una mediana del 5,9% e 4,7% rispettivamente.

I dati osservati in relazione all'underpricing si discostano leggermente dagli studi precedenti.

In particolare, per quanto riguarda la media, il valor medio osservato nel campione italiano è superiore alla media mostrata da Mnif (2010) in cui l'underpricing medio delle imprese francesi si attestava sul 12% circa. Yatim (2011) stima, invece, un valor medio pari a 28,37% quindi molto più elevato del 5,9% italiano, con un valor minimo pari a -71% e massimo addirittura oltre il 100% (194,12%).

⁷² Questo valore e, in generale, tutti i valori negativi dell'Initial Return sono definiti di *overpricing*, nel quale il prezzo di emissione del titolo è superiore al prezzo di chiusura sperimentato durante il primo giorno lavorativo.

Darmadi e Gunawan (2012) stimano una media di underpricing pari al 22% con valori minimo e massimo piuttosto simili al caso italiano: -44,8% è il valore dell'impresa che evidenzia l'underpricing più basso in assoluto, mentre il massimo è pari a circa il 70%.

Lo studio di Hidayat e Kusumastuti (2014) è sorprendente in questo senso, poiché il valor minimo da essi stimato per quanto riguarda l'underpricing è positivo (1,2% circa) dimostrando, perciò, che il campione di imprese da essi considerato nel contesto indonesiano non presenta casi di overpricing.

All'interno del campione di imprese russe emittenti IPO, Olegovna (2016) indica un livello empirico medio di underpricing basso e pari al 4,90%, valore molto simile al contesto italiano (5,9%). I valori cosiddetti *outliers* vanno da -11,55% fino a 29%.

In ultimo, anche Malafeev (2018) contribuisce ad arricchire la letteratura preesistente. Nell'analisi condotta dallo studioso in ambito russo, si leggono due valori medi di underpricing, ciascuno attribuibile ai due mercati di Borsa nella quale sono quotati i titoli. Infatti, come già sottolineato nel capitolo precedente, Malafeev divide il campione di imprese in due categorie: un primo gruppo di società quotate sul mercato inglese (LSE) e la parte rimanente quotata sul mercato russo (MOEX).

I valori medi di underpricing risultano molto simili all'interno di entrambi i gruppi: 1,9% e 1,8%. Parliamo di livelli medi molto bassi, quasi nulli, che implicano una minor incertezza sul mercato rispetto alle realtà precedentemente considerate. In Russia, infatti, come già mostrato da Olegovna, l'underpricing medio si posiziona su valori molto bassi, quasi nulli, sulla falsariga del caso italiano.

Per quanto riguarda la dimensione del CdA delle imprese italiane del campione, la media si attesta su 12,38 membri mentre i valori minimo e massimo viaggiano da 8 a 21. Se confrontato con lo studio di Fasan⁷³, in cui la media dei membri all'interno dei CdA italiani si attestava sui 15, il mio studio si discosta leggermente, considerando una media di poco più bassa. Tuttavia, il range di valori mostrato da Fasan risulta più stretto (tra 11 e 18) rispetto all'intervallo di valori minimo e massimo dell'analisi qui riportata.

Per effettuare un'analisi quanto più possibile completa, sarebbe opportuno confrontare i valori di *board size* e *board independence* con gli stessi ottenuti negli altri studi a cui facciamo riferimento. Tuttavia, sia l'imposizione di norme da parte dei governi delle singole nazioni in ambito di requisiti minimi dei soggetti e/o membri indipendenti dei CdA, sia la diversità di sistema di corporate

⁷³ Si veda il capitolo 2, paragrafo 2.4 *La struttura del CdA nelle società quotate italiane: evidenze empiriche*

governance utilizzato dalle imprese appartenenti a diverse nazioni, non ci permettono di attuare confronti significativi.

Al contrario, è possibile confrontare i dati sul *firm age* con quelli ottenuti negli altri studi. Tuttavia, pur inserendo la variabile indipendente relativa all'età dell'impresa all'interno del modello di regressione, Minf (2010) mostra i valori delle statistiche descrittive della sola variabile dipendente rappresentata dall'*underpricing*. Tralasciamo, pertanto, il supporto di Mnif per quel che concerne l'analisi ed il confronto delle statistiche descrittive sulle variabili indipendenti.

Risulta impossibile, invece, il paragone con lo studio di Yatim (2011) e Olegovna (2016) a causa della diversità di calcolo della variabile in questione: l'età della società risulta infatti essere calcolata attraverso il logaritmo naturale e non come semplice differenza tra l'anno di quotazione e l'anno di fondazione dell'impresa.

I dati sul valor medio dell'età delle imprese considerate nel campione italiano si discosta dal valore ottenuto nello studio di Hidayat e Kusumastuti (2014). I due studiosi ottengono, infatti, una media della variabile *firm age* pari a 16,6 anni, un valore decisamente più basso rispetto a quanto sperimentato nel presente studio (35 anni circa). I valori massimo e minimo sperimentati da Hidayat e Kusumastuti sono compresi tra 0 e 106 anni, mentre nel caso italiano tali valori sono compresi tra 0 e 243 anni.

Per quanto riguarda lo studio di Malafeev (2018), è fondamentale sottolineare quanto la media della variabile *firm age* sia bassa in entrambi i mercati di Borsa inglese e russo. I valori medi sono pari a 10,47 (mercato inglese) e 11,9 (MOEX) mentre il range di valori va da 1 a 24 anni.

La variabile indipendente rappresentata dal ROA (*Return on asset*) può essere paragonata solo con lo studio effettuato da Malafeev in quanto gli altri studi non trattano la variabile all'interno del loro modello econometrico. I valori medi dei due mercati di borsa sono 0,048 e 0,09 e, pertanto, i risultati non si discostano molto della media italiana che si attesta sullo 0,042.

Il valore medio del D/E è pari a 0,465 (ossia il 46,5%). Tale risultato è simile a quello sperimentato da Hidayat e Kusumastuti (2014) i quali ottengono un valor medio pari a 0,60 (ossia il 60%). Al contrario, nello studio di Malafeev, i dati sono molto differenti: la media del D/E all'interno dei due campioni di osservazione è pari a 2,03 e 2,38. Questi risultati sono molto sorprendenti e denotano

un deciso maggior livello di indebitamento delle società russe rispetto al campione di imprese italiane.

Per quanto riguarda la variabile denominata *firm size*, ovvero la dimensione dell'impresa, Yatim (2011) mostra una media empirica pari a 17 circa⁷⁴ contro appena 4,46 stimata nel campione italiano. Questo implica che, con molta probabilità, le imprese emittenti IPO considerate nel contesto italiano sono, in genere, più piccole di quelle valutate in Malaysia da Yatim.

Mettendo a paragone la media delle imprese italiane in termini di dimensione con quelle considerate nel *paper* di Darmadi e Gunawan (2012), si nota come i due studi siano allineati. Infatti il valor medio nel caso delle imprese indonesiane è di 4,92, poco distante dal 4,46 delle imprese italiane. La nota differente riguarda, invece, la variabilità dei dati, poiché il valore della deviazione standard è molto minore nel caso italiano con imprese che assumono valori di *firm size* compresi tra 0,83 e 11,97. Nel caso di Darmadi e Gunawan (2012), al contrario, la deviazione standard è pari a 25,46, dato molto più elevato che incorpora un range di valori compreso tra -22,90 e 253,77.

Vediamo ora le statistiche descrittive della variabile *ownership concentration*, ovvero la percentuale di capitale sociale detenuto dall'azionista di maggioranza. L'unico riferimento di cui disponiamo per confrontare i dati ottenuti nel campione di imprese italiane è lo studio di Darmadi e Gunawan (2012) poiché i restanti autori considerati precedentemente non inseriscono la concentrazione azionaria quale variabile indipendente dell'analisi di regressione.

I dati riguardanti la media, il valore minimo e il massimo sono molto simili a quelli di Darmadi e Gunawan. Infatti, a fronte di un valor medio pari a 0,698, i due autori mostrano che la media della percentuale azionaria detenuta dal maggior azionista è pari a 0,77 ossia il 72%. Darmadi e Gunawan mostrano, inoltre, come i valori massimo e minimo si posizionano esattamente sugli estremi e, perciò, si hanno concentrazioni azionarie nulle e massime rispettivamente (0% e 100%). Le statistiche descrittive sul campione di imprese italiane dimostrano, invece, che nessuna impresa ha una concentrazione azionaria del maggior azionista inferiore al 14% circa con un massimo che anche in questo caso raggiunge il 100%.

⁷⁴ Si ricorda che il valore è stato ottenuto attraverso l'applicazione del logaritmo naturale al book value degli assets dell'impresa, ossia al valore degli attivi così come viene iscritto in Stato Patrimoniale

3.9 Diagnostiche di stima

Affinchè il modello di regressione risulti adeguato a stabilire la relazione tra l'underpricing e le caratteristiche del CdA delle imprese emittenti titoli sul mercato azionario, è necessario definire alcuni step di natura statistica, che ci permettono di ottenere ulteriori conferme circa la validità del modello.⁷⁵

Quando si esegue un'analisi di regressione devono essere soddisfatte alcune assunzioni affinché si possano fornire valide prove di ipotesi e intervalli di confidenza. Nello specifico esistono tre assunzioni fondamentali che riguardano il modello di regressione e, in particolar modo, la distribuzione degli errori. Vengono presentati di seguito.

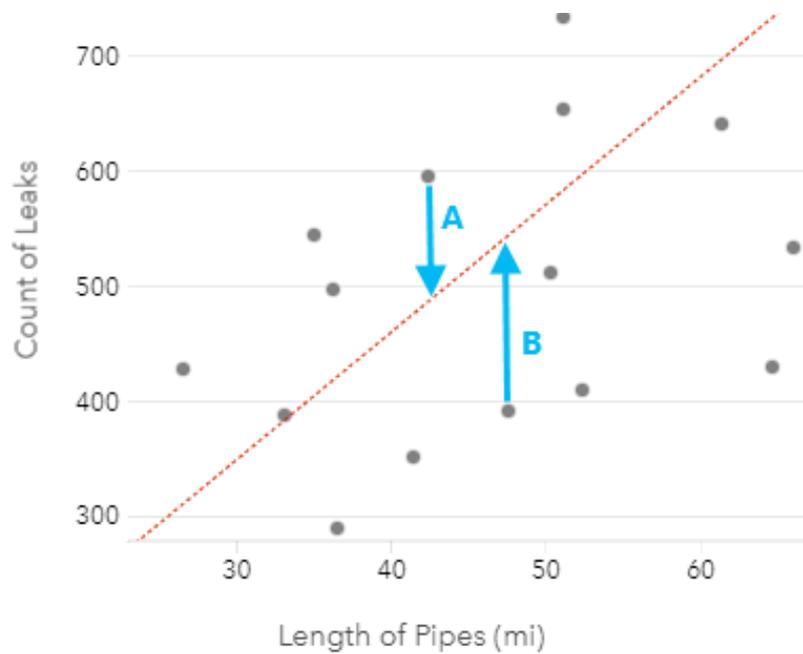
- Gli errori sono distribuiti secondo una normale con media pari a zero.
- Gli errori hanno una varianza costante in corrispondenza di ciascun valore della variabile indipendente.
- Gli errori sono indipendenti tra loro.

Per verificare le tre assunzioni che riguardano il termine d'errore del modello, è possibile utilizzare i valori cosiddetti *residui* di regressione come stima dell'errore.

Ricordiamo in questa sede che i residui di regressione sono calcolati come differenza tra ciascun valore osservato della variabile dipendente e il suo valore predetto. Il grafico seguente ci aiuta a comprendere meglio il concetto poiché esso mostra, attraverso una freccia, lo scostamento tra il valore osservato e la sua predizione.

⁷⁵ Il riferimento è alle lezioni sul software SAS ed in particolare, *Statistics 1: Introduction to ANOVA, Regression, and Logistic Regression*, www.sas.com

Figura 5 Analisi dei residui di regressione mediante rappresentazione grafica



Fonte: www.doc.arcgis.com

In termini matematici, il residuo è calcolato come segue.

$$r_i = Y_i - \hat{Y}_i$$

dove:

- r_i è il residuo della i -esima osservazione
- Y_i è il valore i -esimo osservato della variabile dipendente
- \hat{Y}_i è il valore predetto della i -esima osservazione della variabile dipendente

Vediamo ora quali sono state le procedure messe in atto per verificare le assunzioni citate in precedenza.

In ottica di verifica della validazione delle assunzioni è stato utilizzato il linguaggio di programmazione SAS e, in particolare, la versione conosciuta come SAS Studio. Di seguito riportiamo il codice.

```
proc import datafile='C:/Users/ftreffiletti/Desktop/ipo_data.xlsx'  
    dbms=xlsx  
    out=work.ipo_data_import replace;  
run;  
  
%let interval=boardsize firmage boardindip returnonas debtequity  
firmsize ownership;  
ods graphics on;  
  
proc reg data=work.ipo_data_import;  
    CONTINUOUS: model ipo =&interval;  
    title 'Ipo underpricing model - Plots of Diagnostic  
Statistics';  
run;  
quit;
```

Dal codice sopra utilizzato scaturiscono i risultati grafici molto utili nella valutazione delle assunzioni del modello di regressione multipla.

Figura 6 - Scatterplot dei residui vs valori predetti

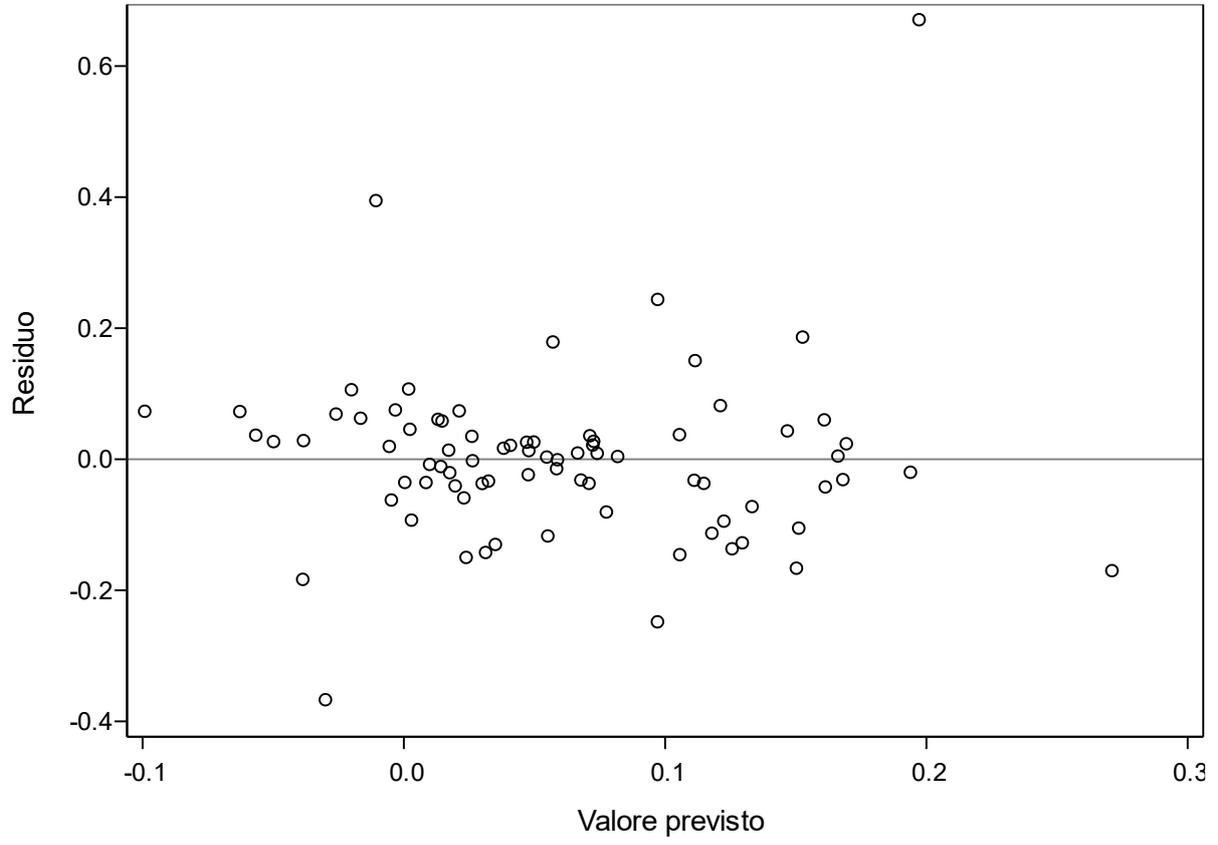
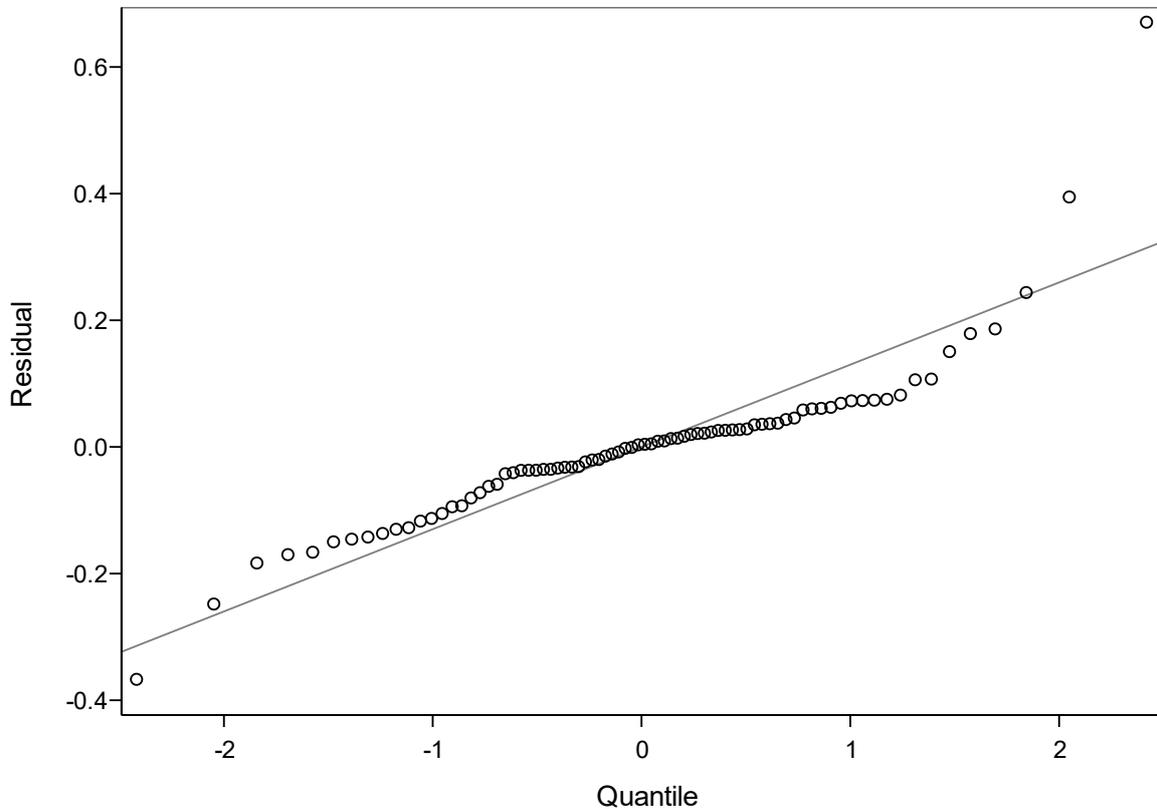


Figura 7 - Grafico dei quantili - detto anche q-q plot dei residui di regressione vs quantile



Il primo grafico rappresenta il valore dei residui sull'asse delle ordinate e i valori predetti sull'asse delle ascisse. Lo *scatterplot* risponde all'esigenza di valutare l'ipotesi di omoschedasticità della varianza dei residui. In questo caso il grafico mostra una nuvola di punti dispersi tra loro e che, quindi, non seguono un percorso preciso ma sono disposti in maniera randomica. Questa è la condizione necessaria affinché valga la seconda ipotesi, ossia che gli errori abbiano una varianza costante. Contestualmente, attraverso il primo *scatterplot*, abbiamo importanti indicazioni circa una non correlazione tra i residui e questo ci porta a concludere che anche la terza ipotesi è soddisfatta. Gli errori sono, perciò, indipendenti tra loro.

Per quanto riguarda la prima assunzione, ovvero la distribuzione normale dei residui con media nulla, ci viene d'aiuto il secondo grafico. Quest'ultimo viene comunemente identificato come grafico dei quantili o *q-q plot*. In questo diagramma vengono rappresentati i quantili della distribuzione dei dati osservati rispetto agli stessi di una distribuzione normale. Sull'asse

orizzontale vengono rappresentati i quantili teorici di una distribuzione normale, mentre sull'asse delle ordinate vengono riportati i quantili dei residui. L'idea grafica di base è che, se gli errori si distribuiscono come una normale con media nulla, i punti all'interno del diagramma seguono una retta ben precisa rappresentata sul grafico. È bene specificare, però, che ai fini empirici non è necessario che i punti seguano perfettamente la retta ma devono "stare nelle vicinanze" di essa. Nel nostro caso tale ipotesi è visibilmente verificata in quanto, seppur con lievi deviazioni nella parte sinistra e destra del grafico, i punti coincidono, generalmente, con il segmento tracciato.

Tra le valutazioni adottate in questa sede ai fini dell'analisi di regressione vera e propria è inclusa anche la verifica della correlazione tra le variabili indipendenti in modo da evitare l'insorgere di problemi di *multicollinearità*. La collinearità si verifica quando uno dei regressori è combinazione lineare degli altri. La prassi econometrica è solita scindere due tipologie di collinearità:

- Collinearità perfetta -> un regressore è combinazione lineare perfetta degli altri regressori.
- Collinearità imperfetta -> uno dei regressori è altamente correlato, ma non perfettamente correlato con gli altri regressori. In questo caso specifico è possibile la stima del regressore pur considerando un'elevata probabilità che i coefficienti di regressione risultino distorti.

Per evitare, pertanto, di imbattersi in problematiche di collinearità è stata svolta una verifica preliminare dei dati a disposizione in cui i regressori sono stati analizzati tra loro attraverso la cosiddetta *correlazione di Pearson*.

La correlazione viene inoltre utilizzata per verificare la presenza o meno di una relazione lineare tra le variabili indipendenti, pur precisando che la connessione tra le variabili non implica necessariamente un nesso di causalità tra loro.

Data la natura quantitativa delle variabili è stato utilizzato il coefficiente di Pearson. Così come per l'analisi econometrica, anche in questo caso, l'analisi è stata svolta con l'ausilio del software R di cui mostriamo il codice di seguito.

```
library(foreign)
install.packages("arm")
library(arm)
attach(ipo_data)
```

```
library(Hmisc) # carico il pacchetto
rcorr(as.matrix(ipo_data), type="pearson")
```

Dal codice sopra identificato, si ottiene un output che consiste in due tabelle distinte: la prima tabella è una matrice di correlazione con i valori compresi in un intervallo tra 0 e 1, mentre la seconda tabella mostra i valori del *p-value* relativi alle correlazioni tra le variabili indipendenti e con la variabile dipendente.

Di seguito vengono presentate rispettivamente la matrice di correlazione e la tabella dei p-value associata.

Tabella 9 - Matrice di correlazione o di Pearson

	Board size	Firmage	Boardindip	Returnonas	Debtequity	Firmsize	ownership	underpricing
Board size	1	0.28	0.10	0.03	0.16	0.56	0.00	-0.26
Firmage	0.28	1	-0.02	0.07	0.14	0.48	0.15	0.00
Boardindip	0.10	-0.02	1	0.08	-0.01	0.32	0.28	0.30
Returnonas	0.03	0.07	0.08	1	-0.19	0.00	0.10	0.10
Debtequity	0.16	0.14	-0.01	-0.19	1	0.34	0.02	-0.20
Firmsize	0.56	0.48	0.32	0.00	0.34	1	0.25	-0.11
ownership	0.00	0.15	0.28	0.10	0.02	0.25	1	0.04
underpricing	-0.26	0.00	0.30	0.10	-0.20	-0.11	0.04	1

Fonte: Elaborazione propria

Tabella 10 – Valori di p-value associati alla matrice di correlazione

	Board size	Firmage	Boardindip	Returnonas	Debtequity	Firmsize	ownership	underpricing
Board size		0.0119	0.3770	0.8041	0.1476	0.0000*	0.9803	0.0186
Firmage	0.0119		0.8333	0.5127	0.2111	0.0000	0.1877	0.9839
Boardindip	0.3770	0.8333		0.4797	0.9234	0.0037	0.0123	0.0065
Returnonas	0.8041	0.5127	0.4797		0.0846	0.9673	0.3871	0.3850
Debtequity	0.1476	0.2111	0.9234	0.0846		0.0024	0.8600	0.0824
Firmsize	0.0000	0.0000	0.0037	0.9673	0.0024		0.0227	0.3226
ownership	0.9803	0.1877	0.0123	0.3871	0.8600	0.0227		0.7483
underpricing	0.0186	0.9839	0.0065	0.3850	0.0824	0.3226	0.7483	

Fonte: Elaborazione propria

* i valori evidenziati in verde denotano una correlazione significativa (p-value < 0.05)

Il problema della multicollinearità, a cui segue una possibile stima imprecisa dei coefficienti di regressione, si può verificare nel caso in cui la correlazione tra due variabili sia intensa. Vediamo ora quali sono i valori di correlazione che possono causare il problema della collinearità.

Tabella 11 - Descrizione dei valori dell'indice di correlazione o di Pearson

<i>Valore dell'indice</i>	<i>Correlazione</i>	<i>Relazione</i>
0.00 – 0.20	Piccola	Molto poco intensa
0.20 – 0.40	Bassa	Piccola, appena apprezzabile
0.40 – 0.60	Regolare	Considerevole
0.60 – 0.80	Alta	Intensa
0.80 – 1.00	Molto alta	Molto intensa

Fonte: G.Rossi, Elementi di ragionamento statistico, Capitolo 4, tabella 4.6

Secondo il punto di vista di Kennedy (1985), per far sì che vi sia assenza di multicollinearità, è sufficiente che l'indice di correlazione sia inferiore a 0,80.⁷⁶

⁷⁶ A.Mnif, *Board of Directors and the pricing of initial public offerings (IPOs): does the existence of a properly structured board matter? Evidence from France*, February 2010, pag. 10

Nel nostro caso non si presentano correlazioni di Pearson superiori a 0.56; possiamo concludere, perciò, che non vi sono casi di multicollinearità all'interno del modello di regressione e che le variabili inserite nel modello non causano stime distorte dei coefficienti.

Passiamo ora all'analisi delle possibili correlazioni tra le variabili indipendenti e con la variabile dipendente. Come già anticipato in precedenza, una correlazione tra due variabili non implica che vi sia un nesso di causalità tra le due, ma solamente una relazione lineare tra le variabili.

Nello specifico, osservando attentamente la matrice di Pearson, è possibile identificare le seguenti relazioni significative ($p\text{-value} > 0,05$).

- Board size e firm age sono correlate positivamente con intensità bassa
- Board size e firm size sono correlate positivamente con intensità considerevole
- Board size e IPO underpricing sono correlate negativamente con intensità bassa
- Firm age e firm size sono correlate positivamente con intensità considerevole
- Board independence e firm size sono correlate positivamente con intensità bassa
- Board independence e ownership concentration sono correlate positivamente con intensità bassa
- Board independence e IPO underpricing sono correlate positivamente con intensità bassa
- D/E ratio e firm size sono correlate positivamente con intensità bassa
- D/E ratio e IPO underpricing sono correlate negativamente con intensità bassa
- Firm size e ownership concentration sono correlate positivamente con intensità bassa

3.10 Risultati dell'analisi di regressione

In questo paragrafo andremo a presentare i risultati dell'analisi empirica.

Prima di mostrare l'output di regressione riportiamo ora il codice utilizzato per svolgere l'analisi sul software.⁷⁷

```
library(foreign)
install.packages("arm")
```

⁷⁷ Si ricorda che il codice è stato sviluppato su R Studio

```

library(arm)

attach(ipo_data)

regressione <- lm( ipo ~ boardsize + firmage+ boardindip
+returnonas+ debtequity+ firmsize+ ownership)

display(regressione)

summary(regressione)

```

Di seguito viene presentato l'output di regressione così come appare sul software R.

```

Call:
lm(formula = ipo ~ boardsize + firmage + boardindip + returnonas +
    debtequity + firmsize + ownership)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.36697 -0.04647  0.00376  0.03894  0.67081

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  0.1968868  0.0940984   2.092  0.0399 *
boardsize    -0.0153907  0.0072735  -2.116  0.0378 *
firmage       0.0005592  0.0004305   1.299  0.1981
boardindip    0.3901882  0.1203897   3.241  0.0018 **
returnonas    0.0961653  0.2256612   0.426  0.6713
debtequity   -0.0732840  0.0658812  -1.112  0.2697
firmsize     -0.0067648  0.0109726  -0.617  0.5395
ownership    -0.0367023  0.0597495  -0.614  0.5410
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.1361 on 72 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.2234,    Adjusted R-squared:  0.1479
F-statistic: 2.959 on 7 and 72 DF,  p-value: 0.008771

```

Osservando l'output di regressione si nota immediatamente che vi sono due variabili indipendenti statisticamente significative al 5 e all'1% (con valori di p-value < 0,05 e di 0,01). Le due variabili sono board size, cioè la dimensione del CdA delle imprese, e board independence, ovvero la percentuale di amministratori indipendenti all'interno del Consiglio, significative rispettivamente al 5 e 1%.

Le restanti 5 variabili (età della società, ROA, rapporto D/E, dimensione dell'impresa e concentrazione azionaria) risultano, invece, non statisticamente significative, mostrando valori di p-value maggiori del 10%.

Procedendo con l'analisi dei risultati ottenuti spiccano le relazioni dei sette regressori con la variabile dipendente. Il coefficiente stimato del regressore *board size* denota un segno negativo e questo implica che, all'interno del modello esaminato, la dimensione del CdA ha una relazione negativa con l'underpricing. Anche il debt to equity ratio, la dimensione della società e la concentrazione azionaria dell'azionista di maggioranza evidenziano una relazione negativa con la variabile dipendente. Al contrario, l'età della società, l'indipendenza all'interno del CdA e il ROA mostrano una relazione positiva con l'IPO underpricing.

Tra le statistiche comunemente osservate nel caso del modello di regressione multipla vi sono anche l' R^2 e l' R^2 corretto, i quali indicano la "bontà" del modello di regressione.

Nel nostro caso specifico i valori risultano medio-bassi attestandosi al 22,3% per quanto riguarda l' R^2 e al 14,8% per quanto riguarda l' R^2 corretto. Questo implica che il modello di regressione, in particolare i regressori, spiegano circa il 22% della varianza totale di Y. Tuttavia, se confrontati con la letteratura preesistente, i valori sopra considerati risultano essere in linea o, al massimo, leggermente inferiori.

Infatti Mnif (2010) sperimenta un valore dell' R^2 pari a 0.28.

Yatim (2011) considera tre modelli differenti all'interno dei quali vengono inserite solo alcune variabili ad eccezione dell'ultimo modello nel quale rientrano tutte le variabili considerate nei primi due. In tutti e tre i modelli l' R^2 raggiunge valori compresi tra l'8% ed il 14%, quindi inferiori al caso italiano.

Esattamente come Yatim anche Darmadi e Gunawan (2012) considerano tre modelli distinti, in modo da catturare l'effetto sulla variabile dipendente dell'inserimento e contestuale eliminazione di alcuni regressori. L' R^2 assume valori decisamente bassi, attorno al 10%. In linea con gli altri studi Hidayat e Kusumastuti (2014) sperimentano un valore dell' R^2 pari al 17%.

Olegovna (2016) considera sette modelli differenti con valori di R^2 più elevati rispetto al framework letterario di riferimento. Il quarto modello mostra un valore massimo pari a 0,46, mentre il settimo modello, contenente il numero minimo di variabili indipendenti (2), evidenzia un R^2 inferiore, ma comunque più elevato rispetto al nostro caso pari a 30,8%.

Infine Malafeev (2018) che conduce quattro analisi differenti (due che riguardano le imprese quotate nel LSE e due nel mercato russo del MOEX), mostra valori di R^2 piuttosto elevati considerando il framework empirico di riferimento: i valori si attestano, infatti, intorno al 50%.

Gli studi precedenti hanno considerato, oltre al modello di riferimento per l'analisi, diversi modelli di regressione caratterizzati dall'inclusione di un minor numero di regressori. L'obiettivo comune è quello di valutare possibili benefici derivanti dall'eliminazione di alcune variabili che non trasmettono significatività al modello. Infatti, seppur con una ovvia diminuzione dell' R^2 , considerare un numero minore di variabili nel modello potrebbe aggiungere significatività ai singoli coefficienti o quantomeno almeno ad uno di essi. Lo stesso obiettivo è stato perseguito in questa sede e i risultati vengono presentati nella tabella successiva. Nello specifico, vengono mostrati 7 modelli, ognuno dei quali include un solo regressore.

Tabella 12 - Modelli di regressione semplice e valore dell'R quadro corrispondente

Modelli singoli							
	1	2	3	4	5	6	7
Board size	-0,01*						
Board independence		0,31**					
Firm age			$8,05e^{-0,6}$				
Debt to equity				-0,11 .			
Firm size					-0,01		
Ownership concentration						0,01	
Return on asset							0,21
Valore dell'R^2	0,07	0,09	$5,23e^{-0,6}$	0,04	0,01	0,00	0,01
Intercetta	0,24**	-0,04	$5,85e^{-0,2**}$	0,11**	0,09*	0,04	0,05*

Fonte: Elaborazione propria

Note:

** valore significativo all'1%

* valore significativo al 5%

. valore significativo al 10%

Lo studio delle variabili considerate singolarmente nel modello di regressione denota l'aggiunta di significatività statistica di uno dei sette regressori, ovvero il rapporto D/E oltre alla dimensione del CdA e l'incidenza degli amministratori indipendenti nel board già considerati nel modello multiplo.

La variabile che considera il rapporto D/E è significativa ad un livello del 10% in quanto il p-value è pari a 0,08 e, perciò, minore di 0,10.

Nel caso delle regressioni singole, l' R^2 subisce evidenti variazioni verso il basso, ma questa situazione è assolutamente normale in econometria, poiché l'indice di bontà del modello aumenta quando vengono inseriti i regressori nel modello e viceversa.

3.11 Discussione dei risultati

L'analisi empirica presenta tre importanti considerazioni come di seguito elencate.

- I. Esiste una relazione negativa tra la dimensione del CdA e l'IPO underpricing nelle imprese italiane incluse nel campione di analisi**
- II. Esiste una relazione positiva tra l'incidenza del numero di amministratori indipendenti nel CdA e l'IPO underpricing**
- III. Esiste una relazione negativa tra il D/E ratio e l'IPO underpricing**

Per quanto riguarda il primo risultato lo studio effettuato è in linea con quanto espresso sia da Darmadi e Gunawan (2012) che da Hidayat e Kusumastuti (2014). L'evidenza empirica ci suggerisce che la prima ipotesi da testare è soddisfatta e, perciò, l'analisi supporta *H1*.

Dal momento che i Consigli di Amministrazione più numerosi sono tenuti a fornire un monitoraggio maggiormente efficace, i potenziali investitori percepirebbero questo controllo come una possibilità di ridurre l'asimmetria informativa tra l'emittente e il potenziale investitore, che è una delle cause più diffuse dell'underpricing. Riducendo le problematiche legate all'asimmetria

informativa, l'underpricing sarebbe, di fatto, molto meno incentivato e potrebbe ridursi notevolmente. Inoltre, dato che l'underpricing aumenta l'incertezza sul valore dell'impresa e sulla sua visibilità dall'esterno, un maggior numero di membri all'interno del CdA consentirebbe alle imprese di affrontare in modo più adeguato le operazioni commerciali con conseguente riduzione delle incertezze.

La proporzione di amministratori indipendenti è significativa all'1% in entrambi i modelli multiplo e singolo considerati nella trattazione. Tuttavia, contrariamente alle aspettative, il numero di amministratori indipendenti all'interno del CdA ha un effetto positivo e significativo nei confronti del livello di IPO underpricing. Questo riscontro, infatti, non supporta la seconda ipotesi (*H2*) secondo cui l'incidenza degli amministratori indipendenti ha un effetto negativo nei confronti dell'underpricing. Tale risultato è in contrasto con quanto detto da Mnif (2010) in cui la relazione tra gli amministratori indipendenti e l'underpricing è negativa, mentre esso è in linea con l'analisi empirica di Darmadi e Gunawan (2012). L'evidenza empirica ci suggerisce che gli amministratori indipendenti delle imprese italiane non possiedono un ruolo di "mitigazione" delle asimmetrie informative tra emittente e investitore, o meglio essi potrebbero anche avere il compito di ridurre le problematiche di asimmetria informativa, tuttavia non lo realizzano appieno. Infatti, probabilmente a causa di un meccanismo di corporate governance non particolarmente forte, nel campione considerato gli amministratori indipendenti non hanno una funzione cardine di controllo dell'operato del management agli occhi dei potenziali investitori. Questo implica che l'amministratore indipendente non sarebbe, di fatto, considerato come una figura in grado di porre equilibrio sul governo societario. Come conseguenza di quanto appena detto, perciò, l'incidenza degli amministratori indipendenti non riduce l'incertezza circa il valore della società, ma, al contrario, ne aumenta l'effetto decretando, di fatto, una forza superiore del management rispetto agli amministratori indipendenti.

Contrariamente alla terza ipotesi il rapporto debt-to-equity, seppure inizialmente non significativo, consegna un risultato sorprendente poiché, secondo l'analisi empirica, una maggior quantità di debiti sul totale del patrimonio netto ha un effetto negativo nei confronti dell'underpricing decretandone una diminuzione. Questo risultato ci porta a rigettare la terza ipotesi (*H3*). La conclusione a cui si giunge attraverso l'analisi empirica fa riflettere sulla considerazione che un elevato grado di indebitamento pre-IPO sia un segnale positivo della qualità dell'impresa. Tuttavia questo concetto, seppure abbastanza sorprendente in quanto va in una direzione opposta rispetto a quanto era stato formulato inizialmente, venne pienamente condiviso, già un po' di anni fa, da Kim

et.al (2007)⁷⁸. Gli studiosi hanno realizzato un'analisi empirica riguardo la relazione tra il leverage e l'IPO underpricing in un campione di 2391 imprese internazionali emittenti IPOs in un periodo compreso tra Gennaio 1996 e Dicembre 2002. I risultati dell'analisi mostrano come l'underpricing sia negativamente correlato con il livello di indebitamento pre-IPO confermando, di fatto, quanto detto prima. L'idea di base per spiegare il motivo per cui le imprese più indebitate hanno una migliore visibilità sul mercato al momento dell'IPO risiede nella maggiore propensione al rispetto del pagamento degli interessi e del capitale a cui un'impresa deve far fronte. A causa del rischio di fallimento – detto anche *bankruptcy risk* – le imprese sono stimolate a rispettare i rigidi vincoli di bilancio a cui sono esposte. Seguendo ancora una volta la teoria dei segnali questa condizione potrebbe essere un sintomo di buono stato il quale verrebbe trasmesso ai potenziali investitori. Inoltre ciò potrebbe tradursi in una minor incertezza, anche informativa, ed un minor livello di underpricing.

Il possesso di rigidi vincoli di budget, ricorrenti nelle realtà maggiormente indebitate, comporta un minor controllo dei flussi di cassa da parte del management generando, di conseguenza, una maggior trasparenza. Tutto ciò limita anche i problemi di agenzia tra i managers e gli investitori.

Le precedenti considerazioni ci portano a concludere che, in generale, le società incluse nel campione di analisi maggiormente indebitate, le quali adoperano una quantità più elevata di finanziamento bancario rispetto a quello azionario dettato dal capitale di rischio, danno un segnale positivo al mercato e riflettono un elevato livello di qualità agli occhi dei potenziali investitori. Da questo punto di vista tale concetto supporta la *pecking order theory* di cui abbiamo discusso nel corso del capitolo primo. Secondo tale teoria, infatti, sebbene l'autofinanziamento rivesta il ruolo di assoluta preferenza nel contesto di stabilità finanziaria delle società, il finanziamento attraverso il debito è considerato preferibile rispetto al capitale di rischio.

Infine l'analisi empirica non ci dà informazioni significative per supportare la quarta ipotesi secondo cui la dimensione dell'impresa ha un effetto negativo nei confronti dell'underpricing.

La tabella di seguito sintetizza i risultati delle ipotesi testate attraverso il modello econometrico.

⁷⁸ J.Kim, K.Pukthuanthong-Le, T.Walker, Leverage and IPO underpricing: high tech versus low-tech IPOs, Management Decision, February 2008

Tabella 13 - Accettazione/rigetto delle ipotesi testate tramite l'analisi di regressione

Ipotesi	Accettazione/rigetto dell'ipotesi
Relazione negativa tra la dimensione del Consiglio di Amministrazione e l'IPO underpricing	Accetto <i>H1</i>
Relazione negativa tra l'incidenza degli amministratori indipendenti e l'IPO underpricing	Rigetto <i>H2</i>
Relazione positiva tra il D/E ratio e l'IPO underpricing	Rigetto <i>H3</i>
Relazione negativa tra la dimensione dell'impresa e l'IPO underpricing	Risultato non significativo, dunque rigetto <i>H4</i>

Fonte: Elaborazione propria

In definitiva, tra le quattro ipotesi considerate, il modello di regressione ci suggerisce che è ragionevole accettare solo la prima ipotesi e rigettare le restanti tre.

Conclusioni

La trattazione ha avuto modo di affrontare in maniera piuttosto approfondita la tematica riguardante l'IPO underpricing e la possibile relazione con il board delle società italiane emittenti IPOs tra il 2005 e il 2017. Il fenomeno dell'underpricing risulta tutt'altro che semplice da analizzare ed è importante tenerlo in considerazione per valutare sia l'incertezza della società sul mercato azionario sia il grado di asimmetria informativa esistente tra soggetto emittente e potenziale investitore. Proprio a causa della complessità dell'argomento trattato mi sono affidato ad alcune teorie che spiegassero i possibili fattori determinanti l'underpricing e, dopodichè, ho supportato il framework teorico anche grazie ad alcune evidenze empiriche messe in risalto nel corso degli anni da diversi studiosi.

Il presente elaborato è chiaramente volto a spiegare, tra l'altro, le dinamiche della corporate governance societaria in un contesto domestico ma anche internazionale, quali sono stati i cambiamenti degli ultimi anni, gli effetti di un adeguato board in preparazione all'IPO e, in ultimo, le evidenze empiriche più rilevanti in tema di relazione tra il Consiglio di Amministrazione delle società e l'underpricing.

La parte *core* dell'elaborato è chiaramente l'analisi empirica tra la relazione del CdA nei confronti dell'IPO underpricing in un campione di imprese italiane quotate in Borsa Italiana S.p.A.. Tra le caratteristiche del CdA maggiormente rilevanti in termini di underpricing vi sono la dimensione del board e l'incidenza degli amministratori indipendenti nel CdA aziendale. Tuttavia l'analisi ha inglobato anche altre variabili che potessero migliorare la bontà del modello e, di conseguenza, spiegare nel modo più possibile esaustivo quali sono le determinanti di un fenomeno così diffuso nei mercati finanziari come l'underpricing. Alcune variabili come, per esempio, la dimensione della società, la sua età, la concentrazione azionaria dell'azionista di maggioranza e il ROA non hanno supportato l'analisi mostrando una non significatività statistica e, di conseguenza, non sono state considerate in modo approfondito durante la discussione dei risultati empirici. Al contrario, la dimensione del board, la concentrazione di amministratori indipendenti nel CdA e, in un secondo momento, il rapporto D/E hanno riportato un possibile effetto con la variabile dipendente e sono stati, perciò, motivo di discussione.

Una di esse, la dimensione del board, ha supportato pienamente la prima delle quattro ipotesi costruite in sede di analisi. Elenco di seguito le quattro ipotesi riportandole alla mente del lettore.

H1: effetto negativo della dimensione del CdA nei confronti dell'underpricing

H2: effetto negativo della percentuale di amministratori indipendenti nel CdA nei confronti dell'underpricing

H3: relazione positiva tra il rapporto D/E e l'underpricing

H4: relazione negativa tra la dimensione dell'impresa e l'underpricing

L'evidenza empirica ha suggerito che:

- A supporto della prima ipotesi, all'aumentare dei membri all'interno del CdA, in genere, diminuisce l'underpricing grazie alla maggiore attività di controllo che si creerebbe all'interno della società
- Un numero elevato di amministratori indipendenti all'interno della società non comporta, contrariamente alle aspettative, un miglioramento della visibilità dell'impresa, ma, al contrario, ne aumenta incertezza ed asimmetria informativa
- Le società maggiormente indebitate rispetto ai mezzi propri sperimentano livelli di underpricing più bassi

I concetti citati sopra sono stati efficacemente discussi nel paragrafo precedente anche grazie al supporto di altri studi esteri a cui si è fatto chiaro riferimento.

È fondamentale sottolineare, però, alcuni limiti importanti dell'elaborato.

Lo studio qui condotto considera un campione composto da solamente 80 imprese emittenti IPOs e, affinché l'analisi possa rilevarsi pienamente efficace, è necessario un ampliamento delle osservazioni. In aggiunta il numero di regressori inseriti nel modello risulta essere abbastanza ridotto rispetto a quanto preventivato in origine, poiché alcune potenziali variabili non potevano essere rilevate empiricamente a causa della indisponibilità informativa. Tuttavia i risultati qui presentati possono essere uno spunto interessante per le future ricerche in tale ambito.

Riferimenti

- BANCEL F., MITTOO U.R., *Why do European firms go public?*, European Financial Management, Luglio 2009
- BARON D.P., *A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issuers*, The Journal of Finance, Settembre 1982
- BRENNAN M.J., FRANKS J., *Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in UK*, Journal of Financial Economics, Settembre 1997, pages 391-413
- BURTON B., HELLIAR C., POWER D., *The role of corporate governance in the IPO process: a note*, Oxford, June 2004, pages 353-358
- BYRD J., PARRINO R., PRITSCH G., *Stockholder-manager conflicts and firm value*, CFA Institute, Maggio – Giugno 1998, pages 14-30
- CAPRIGLIONE F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2015, pages 612-613
- CHEMMANUR T.J., HU G., HUANG J., *The role of institutional investors in Initial Public Offerings*, Oxford University Press, Dicembre 2010, pages 4496-4540
- CHEMMANUR T.J., PAEGLIS I., *Management quality, certification, and initial public offerings*, Journal of Financial Economics, Maggio 2005, pages 331-368
- CODICE CIVILE, edizione 2013
- CONNELLY B.L., CERTO S.T., IRELAND R.D., REUTZEL C.R., *Signaling Theory: a review and assessment*, Journal of Management, Gennaio 2011, pages 39-67
- CONSOB, *Report on Corporate Governance of Italian listed companies*, 2019, pages 25-27
- CROES L., *IPO underpricing in the US, The impact of Information Asimmetry on Today's IPO Market*, University of Rotterdam, 2017, pag 17
- DALLE VEDOVE F., GIUDICI G., RANDONE P., *The evolution of Initial Public Offering*, Bit Notes, June 2005
- DARMADI S., GUNAWAN R., *Underpricing, board structure and ownership: an empirical examination of Indonesian IPO firms*, Aprile 2012
- FASAN M., *Corporate Governance nelle quotate italiane: un'analisi empirica degli amministratori e dei Consigli di Amministrazione*, Electronic Journal of Management, 2012
- GOLDSCHMIDT D.J., *The initial public offerings law review*, Aprile 2019, pages 101-112

- HENRICSON T., *Underpricing in the Swedish IPO Market, Can investors earn abnormal returns by investing in IPOs?*, Jönköping International Business School, Giugno 2012
- HIDAYAT A.W., KUSUMASTUTI R., *The influence of corporate governance structure towards underpricing*, International Journal of Administrative Science & Organization, Maggio 2014
- HO C., *Corporate governance and Corporate competitiveness: an international analysis*, Marzo 2005, pages 107-350
- IBBOTSON R.G., *Price performance of common stock new issues*, Journal of Financial Economics, Settembre 1975, pages 235-272
- IBBOTSON R.G., RITTER J.R., *Chapter 30, Initial Public Offerings*, 1995, pages 993-1016
- JENSEN M.C., MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 1976, 305-360
- KATTI S., PHANI B.V., *Underpricing of Initial Public Offerings: a literature review*, Universal Journal of Accounting and Finance, 2016, pages 35-52
- KIM J., PUKTHUANHONG-LE K., WALKER T., *Leverage and IPO underpricing: high-tech vs low-tech IPOs*, Management decision, 2007
- KPMG, *A guide to going public*, 2015, pages 5-7
- LAI H., *What explains IPO underpricing across countries?*, Financial Economics, 2018
- LJUNGQVIST A.P., NANDA V., SINGH R., *Hot markets, Investor sentiment, and IPO pricing*, University of Minnesota, Settembre 2001
- LOGUE D.E., *On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969*, Cambridge University Press, pages 91-103
- LOUGHRAN T., RITTER J., *Why has IPO underpricing changed over time?*, Journal of Financial Management, 2004, pages 5-37
- LOWRY M., SHU S., *Litigation risk and IPO underpricing*, Journal of Financial Economics, 2002, pages 309-335
- MALAFEEV A., *Relationship between characteristics of board of directors and IPO underpricing*, University of St.Petersburg, 2018
- MATEICIUC A.G., *Why do firms go public?*, Novembre 2009
- MNIF A., *Board of Directors and the pricing of Initial Public Offerings (IPOs): does the existence of a properly structured board matter? Evidence from France*, Strasbourg, Maggio 2009
- MYERS S.C., *Capital Structure Puzzle*, National Bureau of Economic Research, Luglio 1984

- ODGERS BERNDTSON, *Going public: how to prepare your board for IPO*
- OECD, *Improving Corporate Governance in India, 2014, pages 9-13*
- OLEGOVNA L.V., *The relationship between the board composition and the level of IPO underpricing in Russian companies*, University of Saint-Petersburg, 2016
- PIA P., *Il mercato azionario*, Seconda Edizione 1997, Giappichelli Editore, pages 115-122
- PWC, *Going public? What you need to know about corporate governance*, 2018, pages 1-3
- RUUD J.S., *Underwriter price support and the IPO under-pricing puzzle*, Journal of Financial Economics, pages 135-151
- RYDQVIST K., HÖGHOLM, *Going public in 1980s: evidence from Sweden*, European Financial Management, Novembre 1995
- SHLEIFER A., VISHNY R.W., *A survey of Corporate Governance*, Giugno 1997, The Journal of Finance, 737-783
- STOCK J.H., WATSON M.W., *Introduzione all'econometria*, Quarta edizione, 2016, pages 144-148, 153-156
- TARANTO M.A., *Why managers are willing to accept IPO underpricing*, Sloan School of Management, Febbraio 2002
- TARDIVO G. et. al, *Economia e gestione delle imprese*, Aprile 2015, pag 177
- TENUTA P., CAMBREA D.R., *Consiglio di Amministrazione e valore d'impresa*, Electronic Journal of Management, 2016, pages 1-36
- WELCH I., *Sequential Sales, Learning and Cascades*, The Journal of Finance, Giugno 1992
- YATIM P., *Underpricing and board structures: an investigation of Malaysian initial public offerings (IPOs)*, Asian Academy of Management Journal of accounting and finance, 2011, pages 73-93
- ZIEMBA W.T., *Handbook of Corporate Finance: empirical corporate finance*, 2007, pages 378-417

- www.borsaitaliana.it
- <https://www.startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/introduzione-all-ipo/>
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/pecking-order-theory/>
- <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/cost-of-an-ipo.html#calculatorTool>
- <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/bolla-internet.html>
- www.ilsole24ore.com
- <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/12958-quotazione-in-borsa-pmi-50-credito-d-imposta-sui-costi-di-ipo.html#:~:text=La%20Legge%20di%20Bilancio%202018%20ha%20approvato%20il%20credito%20d,di%20500.000%20Euro%20ad%20azienda.>

- <https://economia.tesionline.it/economia/articolo/scelta-delle-fonti-di-finanziamento-pecking-order-hypothesis/13516>
- <https://www.mise.gov.it/images/stories/normativa/DM-credito-imposta-quotazione-PMI-con-ALLEGATI.pdf>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/guidaalpianoindustriale.pdf>
- www.oecd.org
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iv/titolo-iii/capoi/sezione-v/art148.html>
- https://www.mondadorieducation.it/risorse/media/secondaria_secondo/strumenti/strumenti_30/pp_03_09.pdf
- <https://www.pmi.it/professioni/regole-e-compensi/195678/corporate-governance-sistema-tradizionale-monistico-o-dualistico.html>
- www.sas.com
- www.doc.arcgis.com
- <https://www.germanorossi.it/abcstat/ABCSTAT11.pdf>

Appendice

Vengono mostrati di seguito gli output di regressione dei sette modelli semplici.

Ogni modello singolo spiega la relazione tra la variabile dipendente rappresentata dall'IPO underpricing e uno dei sette regressori considerati nel modello econometrico multiplo.

- *Regressione lineare semplice: variabile indipendente -> **boardsize***

Call:

```
lm(formula = ipo ~ boardsize)
```

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-0.46153	-0.06328	-0.01299	0.04621	0.77360

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)	
(Intercept)	0.243781	0.078593	3.102	0.00268	**
boardsize	-0.014938	0.006212	-2.405	0.01855	*

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.1431 on 78 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.06903, Adjusted R-squared: 0.05709

F-statistic: 5.783 on 1 and 78 DF, p-value: 0.01855

- *Regressione lineare semplice: variabile indipendente -> **board independence***

Call:

```
lm(formula = ipo ~ boardindip)
```

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-0.40458	-0.06575	-0.00462	0.05014	0.73900

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	-0.03601	0.03737	-0.964	0.33827
boardindip	0.31135	0.11128	2.798	0.00648 **

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.1414 on 78 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.09121, Adjusted R-squared: 0.07956

F-statistic: 7.828 on 1 and 78 DF, p-value: 0.006476

- *Regressione lineare semplice: variabile indipendente -> **firm age***

Call:

```
lm(formula = ipo ~ firmage)
```

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-0.45546	-0.06715	-0.01152	0.03544	0.80942

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	5.846e-02	2.169e-02	2.695	0.00862 **
firmage	8.053e-06	3.986e-04	0.020	0.98393

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.1483 on 78 degrees of freedom

Multiple R-squared: 5.232e-06, Adjusted R-squared: -0.01282

F-statistic: 0.0004081 on 1 and 78 DF, p-value: 0.9839

- *Regressione lineare semplice: variabile indipendente -> **debt to equity ratio***

Call:

```
lm(formula = ipo ~ debtequity)
```

```
Residuals:
```

Min	1Q	Median	3Q	Max
-0.45905	-0.06525	-0.01507	0.03260	0.77611

```
Coefficients:
```

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	0.11140	0.03407	3.270	0.0016 **
debtequity	-0.11330	0.06439	-1.759	0.0824 .

```
---
```

```
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
```

```
Residual standard error: 0.1455 on 78 degrees of freedom
```

```
Multiple R-squared:  0.03817, Adjusted R-squared:  0.02584
```

```
F-statistic: 3.096 on 1 and 78 DF,  p-value: 0.08242
```

- *Regressione lineare semplice: variabile indipendente -> **firm size***

```
Call:
```

```
lm(formula = ipo ~ firmsize)
```

```
Residuals:
```

Min	1Q	Median	3Q	Max
-0.46358	-0.07206	-0.00802	0.03699	0.79685

```
Coefficients:
```

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	0.093295	0.038428	2.428	0.0175 *
firmsize	-0.007735	0.007770	-0.995	0.3226

```
---
```

```
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
```

```
Residual standard error: 0.1474 on 78 degrees of freedom
```

```
Multiple R-squared:  0.01255, Adjusted R-squared:  -0.0001139
```

```
F-statistic: 0.991 on 1 and 78 DF,  p-value: 0.3226
```

- *Regressione lineare semplice: variabile indipendente -> ownership concentration*

Call:

```
lm(formula = ipo ~ ownership)
```

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-0.46160	-0.06692	-0.00948	0.03437	0.80631

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	0.04519	0.04520	1.000	0.320
ownership	0.01941	0.06026	0.322	0.748

Residual standard error: 0.1482 on 78 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.001328, Adjusted R-squared: -0.01148

F-statistic: 0.1037 on 1 and 78 DF, p-value: 0.7483

- *Regressione lineare semplice: variabile indipendente -> return on asset (ROA)*

Call:

```
lm(formula = ipo ~ returnonas)
```

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-0.43652	-0.06402	-0.00772	0.04176	0.81446

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	0.0500	0.0193	2.591	0.0114 *
returnonas	0.2071	0.2371	0.874	0.3850

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.1476 on 78 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.009689, Adjusted R-squared: -0.003008

F-statistic: 0.7631 on 1 and 78 DF, p-value: 0.385

Riassunto

L'obiettivo dell'elaborato è spiegare la relazione tra l'IPO underpricing e le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione delle società. Nello specifico è stato considerato un campione di analisi composto da alcune imprese italiane emittenti IPOs sul mercato azionario tra il 2005 e il 2017 ed è stata effettuata un'analisi statistica attraverso un modello di regressione lineare multipla.

Capitolo primo

Secondo la definizione di Borsa Italiana S.p.A., *l'offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la cosiddetta creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato.*

In finanza esistono tre tipi di IPOs:

- Offerta pubblica di vendita (OPV)
- Offerta pubblica di sottoscrizione (OPS)
- Offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS)

Data la centralità della tematica riguardante le IPOs si è fatto chiaro riferimento alla quotazione in Borsa considerando vantaggi e svantaggi per le imprese.

La quotazione in Borsa, quindi su un mercato regolamentato, è l'atto che prevede la cessione di parte della proprietà della società a nuovi soci congiuntamente ai diritti riguardanti le politiche aziendali e alla spartizione dei profitti.

Tra i vantaggi della quotazione in Borsa per le imprese annoveriamo:

- **Necessità di finanziamento.** Emettere titoli sul mercato, eseguendo un'IPO, permette alle imprese di reperire capitale utile per sostenere gli investimenti.
- **Miglioramento dell'immagine aziendale e della credibilità sul mercato.** La quotazione in Borsa rende l'impresa maggiormente trasparente sul mercato poiché prevede il rispetto di alcuni vincoli informativi. Di conseguenza la società migliora la propria credibilità.

- **Ampliamento della quota azionaria della società.** L'IPO permette all'impresa di modificare la compagine azionaria e facilitare l'ingresso di nuovi azionisti.
- **Possibilità di liquidazione dell'investimento.** Gli azionisti in possesso della quota possono decidere di disinvestire in qualsiasi momento tramite la vendita della stessa sul mercato.
- **Attrarre risorse qualificate** grazie al maggiore standing che la società acquisisce attraverso la quotazione in Borsa.
- **Ottenere agevolazioni fiscali** attraverso, ad esempio, il decreto interministeriale del 23 aprile 2018 che ha l'obiettivo di promuovere l'accesso in Borsa delle realtà più piccole.

Tra i costi più comuni legati al processo di quotazione in Borsa vi sono:

- **Costi legali** sostenuti per la preparazione del prospetto informativo e, in generale, per tutti gli aspetti contrattuali richiesti ai fini della quotazione.
- **Costi remunerativi dell'attività dello sponsor.** Lo sponsor ha diritto ad una commissione per il lavoro svolto nella fase di quotazione.
- **Costi remunerativi della società di consulenza che interviene nel processo di IPO.**
- **Costi sostenuti a favore di Consob e Borsa Italiana S.p.A.** le quali si occupano di vigilanza e gestione delle attività condotte sul mercato da parte dell'emittente.
- **Costi di marketing, presentazione agli investitori istituzionali e di comunicazioni a mezzo stampa.**

La trattazione prosegue con il focus sui motivi per cui un'impresa decide di quotarsi in Borsa. Per fare ciò ci vengono in aiuto alcune teorie empiriche. Uno studio molto interessante è sviluppato da Ibbotson e Ritter (1995) in cui si precisa che la quotazione in Borsa dovrebbe essere uno step obbligato durante il ciclo di vita aziendale specialmente nel caso in cui l'impresa faccia fronte ad investimenti molto dispendiosi.

Rydqvist e Högholm (1995) sostengono che la ragione per cui le imprese effettuano l'IPO è iscritta nel prospetto informativo. I due autori scoprono che le motivazioni finanziarie (necessità di capitale) sono quasi sempre ricorrenti (97%). Un'altra motivazione molto comune riguarda la crescita nel medio/lungo termine che l'impresa potrà evidenziare a seguito della quotazione sul mercato regolamentato.

Infine, Bancel e Mittoo (2007) mostrano che il miglioramento a livello di visibilità e prestigio è di gran lunga il motivo principale che spinge le società ad accedere in Borsa.

In ottica di quotazione in Borsa vengono presi in considerazione i requisiti necessari richiesti da affinché la società possa essere ammessa nel listino.

REQUISITI SOSTANZIALI	REQUISITI FORMALI
<ul style="list-style-type: none"> • <i>Orientamento alla creazione di valore</i> • <i>Strategia chiara e dettagliatamente riportata nel piano industriale</i> • <i>Appartenza ad un settore con opportunità di crescita</i> • <i>Buon posizionamento competitivo</i> • <i>Struttura finanziaria equilibrata</i> • <i>Autonomia gestionale e organizzazione manageriale</i> • <i>Marginalità in crescita</i> • <i>Organizzazione manageriale</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Certificazione del bilancio (se esistente)</i> • <i>Governance</i> • <i>Capitalizzazione di mercato</i> • <i>Flottante minimo di IPO pari al 10%</i>

I requisiti formali sono gli stessi per qualunque segmento di Borsa Italiana S.p.A.. Non è lo stesso per quanto riguarda i requisiti sostanziali, come mostrato di seguito.

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati	3	3	3
Documento d'offerta	Prospetto informativo (Consob)	Prospetto informativo	Documento di ammissione (Borsa)
Capitalizzazione minima (€)	Min 40 m	Min 40 m; max 1000 m	Nessun requisito
Cda (n. indipendenti)	Raccomandato (Codice di corp.gov)	Obbligatorio (Numero dal regolamento)	Nessun requisito
Comitato controllo interno	Raccomandato (Codice di corp.gov)	Obbligatorio (Maggioranza di amm. indep.)	Nessun requisito
Dati trimestrali	I-III quarter: resoconti trimestrali di gestione	I-III quarter: resoconti trimestrali di gestione	Nessun requisito
Principale consulente	Sponsor/Global coordinator	Sponsor/Global coordinator	Nomad
Specialista	NO	Obbligatorio	Obbligatorio

La trattazione si orienta ora sulle fasi del processo di IPO. Sono stati identificati 11 step antecedenti la negoziazione del titolo sul mercato azionario.

1. Riunione di lancio dell'operazione
2. Due diligence
3. Redazione del prospetto informativo o documento di ammissione
4. Ammissione a quotazione
5. Pubblicazione e distribuzione agli analisti del rapporto di ricerca
6. Costituzione del consorzio di collocamento
7. Pre-marketing
8. Roadshow
9. Bookbuilding
10. Fissazione del prezzo
11. Assegnazione dei titoli
12. Inizio delle negoziazioni

Come già ripetuto in precedenza, l'analisi svolta nel presente elaborato coinvolge un campione di imprese italiane. Ai fini della spiegazione delle dinamiche dell'IPO, con particolare coinvolgimento dell'anomalia di mercato comunemente identificata con il termine di underpricing, è necessario fare riferimento, perciò, al contesto italiano.

Il periodo antecedente le IPOs emesse in Borsa Italiana tra il 2005 e il 2017 (arco temporale di riferimento della presente trattazione) è stato caratterizzato da alcuni fenomeni rilevanti.

All'inizio degli anni '90 è evidente una notevole differenza tra il mercato azionario italiano e quello estero con particolare riferimento a quello statunitense. Quest'ultimo, infatti, risulta molto più sviluppato rispetto a quello italiano il quale, a causa di alcuni fattori strutturali, fatica a ricoprire un ruolo centrale nell'economia del Paese. In primis l'Italia ha sofferto la tardiva istituzione dei fondi comuni di investimento i quali attirano gli investitori istituzionali ossia coloro che investono ingenti quantità di capitale. Inoltre, i risparmiatori italiani, per via della loro limitata propensione al rischio, hanno sempre preferito destinare le proprie risorse in titoli poco rischiosi come, ad esempio, i titoli di stato, piuttosto che addentrarsi in investimenti maggiormente rischiosi come le azioni. Infine, la centralità della banca nell'economia italiana ha permesso il rafforzamento del legame con le imprese e con le famiglie e, di conseguenza, ha ostacolato l'affermarsi del mercato azionario.

Per osservare una maggiore incidenza del mercato delle IPOs in Italia dobbiamo attendere il periodo a cavallo tra la fine del 20° e l'inizio del 21° secolo. In questi anni, complice la bolla delle dot-com,

si ebbe un forte incremento delle quotazioni in Borsa con conseguente impennata del valore della capitalizzazione di mercato.

Per quanto riguarda il periodo compreso tra il 2005 e il 2017, seppur il numero delle IPOs rimane elevato nei primi anni, si assiste ad una graduale diminuzione delle società che accedono nei mercati di Borsa soprattutto a causa della crisi finanziaria del 2007 che ha coinvolto, inevitabilmente, anche il contesto azionario globale. Dal 2013 in poi si nota qualche debole miglioramento, segno di una lenta e graduale ripresa dell'economia italiana.

Dopo aver fatto una breve descrizione del contesto italiano in merito alle operazioni di IPO ci si focalizza ora sulla parte centrale ovvero sul fenomeno dell'underpricing, presente su tutti i mercati azionari e sul quale si sono soffermati, negli anni, diversi economisti.

L'underpricing è definito come il collocamento del titolo ad un prezzo che, in media, risulta essere sensibilmente inferiore a quello registrato successivamente nei primi scambi sul mercato secondario. La riduzione del prezzo del titolo e la successiva impennata durante i primi giorni di negoziazione fanno sì che il rendimento percepito dall'emittente associato al titolo sia positivo. Per questo motivo il fenomeno dell'IPO underpricing è anche conosciuto come rendimento iniziale positivo (*positive initial return*).

Esistono due metodi per calcolare l'underpricing.

1. Utilizzo della formula RIR (Raw Initial Return) che incorpora semplicemente la differenza percentuale tra il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione ($P_{i,1}$) e il prezzo di offerta dell'IPO ($P_{i,0}$).

$$RIR_{i,t} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}}$$

2. Utilizzo della formula MAIR (Market Adjusted Initial Return), più complessa, che tiene in considerazione anche dell'andamento generale del mercato azionario nel tempo compreso tra la data di chiusura della sottoscrizione delle azioni e il primo giorno di negoziazioni.

$$MAIR_{i,t} = \left[\frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} - \frac{MI_{i,1} - MI_{i,0}}{MI_{i,0}} \right]$$

Dove $P_{i,1}$ e $P_{i,0}$ sono rispettivamente il prezzo di chiusura del titolo durante il primo giorno di negoziazione e il prezzo di offerta dell'IPO mentre $MI_{i,1}$ è l'indice generale dei prezzi di mercato alla fine del primo giorno di negoziazione e $MI_{i,0}$ è l'indice generale dei prezzi di mercato alla fine del periodo di sottoscrizione delle azioni.

Vediamo ora diverse teorie a supporto di tale anomalia di mercato. Nello specifico il framework teorico di riferimento è suddiviso in quattro filoni.

- I. Teorie che esprimono l'underpricing come conseguenza di un problema di asimmetria informativa.
- II. Teorie che spiegano l'underpricing come conseguenza di determinati contesti istituzionali.
- III. Teorie basate sull'assetto proprietario e il controllo.
- IV. Teorie che trattano l'underpricing da un punto di vista comportamentale.

Baron (1982) è di gran lunga uno dei maggiori esponenti del primo filone di teorie basate sull'asimmetria informativa. Egli assume che la banca d'investimento, nel ruolo di underwriter, possiede maggiori informazioni circa le condizioni di domanda rispetto alla società offerente causando, perciò, il cosiddetto problema di agenzia. In questo caso specifico l'asimmetria informativa è a favore della banca d'investimento. Baron (1982) sostiene inoltre che l'underpricing rappresenta il costo che la società offerente paga per monitorare il comportamento della banca nel suo ruolo di intermediario.

Anche Rock (1986) contribuisce al framework teorico legato alla problematica dell'asimmetria informativa. Egli sostiene che nel mercato vi sono due categorie di soggetti: *informati* e *non informati*. I soggetti informati, in quanto tali, partecipano solo alle IPO underpriced grazie al prezzo inferiore al valore nominale. Al contrario il gruppo di investitori non informati prende parte a tutte le IPO. A causa della forte domanda da parte degli investitori informati nei confronti delle IPO underpriced la categoria di investitori non informati rischia di incorrere nella maledizione del vincitore poiché riesce a prendere parte solamente alle IPO overpriced.

Il secondo filone di teorie che possiamo denominare istituzionali si concentra su tre aspetti importanti in grado di spiegare il fenomeno dell'underpricing:

- Litigation risk ossia il rischio di contenzioso tra la società quotata e i suoi investitori.
- Price stabilization ossia la spiegazione dell'underpricing attraverso l'attività di stabilizzazione del prezzo azionario.
- Vantaggi fiscali che è possibile ottenere in alcuni Paesi.

Alla base delle teorie istituzionali che spiegano l'underpricing attraverso il litigation risk c'è la convinzione che le società emittenti titoli vendono deliberatamente le loro azioni ad un prezzo inferiore (underpricing) per ridurre la probabilità di future cause legali da parte di azionisti che potrebbero rimanere, *a posteriori*, delusi dalla performance delle loro azioni. I due esponenti più rilevanti sono Logue (1973) e Ibbotson (1975). La decisione di abbassare volontariamente il prezzo dell'azione è determinata dal fatto che un elevato grado di rischio da contenzioso può significare un peggioramento della propria immagine per le società che intendono quotarsi, tanto che le stesse hanno maggiormente convenienza a subire il mancato guadagno conseguente al deprezzamento del proprio titolo piuttosto che precipitare in un contenzioso che risulterebbe fatale per la società dal punto di vista economico.

Le teorie istituzionali che spiegano l'undepricing attraverso l'attività di stabilizzazione del prezzo hanno avuto successo nei paesi anglosassoni. Il teorico più famoso è Ruud (1993) il quale sostenne che l'underpricing non è altro che il frutto dell'attività di stabilizzazione svolta dagli intermediari contestando l'idea generale che le IPO siano deliberatamente sotto-prezzate da questi ultimi. Infatti, gli intermediari associati all'operazione di IPO acquistano un elevato numero di titoli nei primi giorni di negoziazione in modo tale da evitare tracolli del prezzo con conseguente riduzione del rendimento del titolo stesso.

Infine, alcune teorie istituzionali spiegano l'underpricing attraverso i vantaggi fiscali ottenibili in alcuni Paesi. Un esempio applicativo viene fornito da Rydqvist (1997) nel contesto svedese. In tale Paese veniva stabilita, già dall'inizio degli anni '80, una forte imposizione fiscale sui redditi da lavoro che gravava in maniera talmente forte sul patrimonio delle imprese al punto di allocare parte dei titoli azionari ai propri dipendenti in sostituzione al pagamento del salario dovuto agli stessi. I titoli distribuiti ai dipendenti venivano sottoprezzati in quanto la società riconosceva una sorta di premio a coloro che avessero accettato il possesso dell'azione al posto del salario. La fonte di retribuzione alternativa, rappresentata dalle IPO, era ricorrente grazie al ridotto cuneo fiscale imposto dal Governo.

Il terzo filone di teorie considera l'underpricing come conseguenza di alcuni fenomeni che riguardano gli assetti proprietari della società. In tale contesto ci si focalizza sul processo di spartizione tra proprietà e controllo in quanto, tale situazione, potrebbe verificarsi all'interno di un'impresa a seguito della quotazione in Borsa. Protagonisti assoluti di questo filone di teorie sono Jensen e Meckling i quali sostengono che i managers non proprietari potrebbero massimizzare finalità proprie ed ottenere vantaggi personali piuttosto che interessarsi al valore aziendale tramite, per esempio, strategie di impiego dei capitali in investimenti profittevoli. Uno degli studi più famosi è quello di Brennan e

Franks (1997): i due ritengono l'underpricing una mossa strategica per evitare il monitoraggio da parte di un grande azionista esterno, rafforzando il controllo del management.

Il quarto ed ultimo filone di teorie è quello comportamentale e fa riferimento ad alcuni comportamenti "irrazionali" sia da parte degli investitori che da parte dei soggetti emittenti. Uno dei maggiori esponenti è senza dubbio Welch (1992), teorico delle cascate informative. Queste possono verificarsi generalmente nel caso in cui i soggetti assumono le loro decisioni di investimento in modo sequenziale. Piuttosto che seguire razionalmente le loro volontà, gli ultimi investitori potrebbero ispirarsi agli investitori iniziali imitandone il comportamento. Il successo delle vendite iniziali dei titoli azionari potrebbe essere interpretato dagli investitori successivi come un segno di corretta conoscenza del contesto di riferimento da parte dei primi investitori, incoraggiandoli ad investire indipendentemente dalla mole di informazioni da essi possedute. Le cascate informative hanno un ruolo molto importante sul mercato poiché pongono gli investitori iniziali in una posizione di "potere"; se quest'ultimi accoglieranno positivamente l'IPO si verificherà una forte crescita sul lato della domanda per l'impresa quotata. Al contrario, se i primi investitori non appoggiano l'impresa durante il listing, i successivi investitori saranno anch'essi invogliati a non intraprendere l'investimento decretando il fallimento del processo di IPO.

Sempre all'interno del contesto delle teorie comportamentali esiste un filone di teorie denominate *investor sentiment* il cui teorico principale è Ljungqvist *et al.* (2004). Gli autori dimostrano che la politica di vendita ottimale per le imprese che emettono titoli azionari deve essere fondata su un processo scagionato di vendite. La prima fase prevede la vendita dei titoli azionari ad una categoria di investitori denominati *regular* mentre nel secondo step gli stessi titoli sono rivenduti ai *sentiment investors*. I soggetti *regular* sono però coinvolti in un processo di *hot market* (ossia un periodo nel quale il mercato è molto attivo) che potrebbe concludersi prematuramente senza che vi sia la transazione con i *sentiment investors*. A fronte di tale potenziale rischio, i soggetti *regular* avrebbero potuto domandare alla società emittente un prezzo maggiormente favorevole e, quindi, l'underpricing dei titoli emessi.

Dopo aver elencato le teorie esplicative del fenomeno dell'underpricing ci focalizziamo ora su alcune evidenze empiriche di tale fenomeno.

Una rassegna della letteratura empirica sull'IPO underpricing rivela che i mercati all'interno dei quali si sviluppa l'IPO sono caratterizzati da due interessanti tendenze:

- In primo luogo, i livelli medi di underpricing fluttuano nel tempo, anche se facenti parte dello stesso mercato.

- In secondo luogo, i rendimenti iniziali medi (*average initial return*) variano da un Paese all'altro.

Per quanto riguarda la prima tendenza, un tipico esempio di fluttuazione nel tempo del valore di underpricing proviene dal mercato statunitense. L'underpricing medio nei mercati statunitensi si è attestato attorno al 35% durante il 1997-1998 ed è incrementato di molto negli anni successivi attestandosi su valori record intorno all'80% per poi definitivamente ridursi nei primi anni 2000 fino al 2017 con valori compresi tra l'8% e il 25% circa.

La seconda tendenza mostra che i rendimenti iniziali medi sono più bassi nei Paesi maggiormente sviluppati mentre sono decisamente alti nei Paesi in via di sviluppo.

Capitolo secondo

Il capitolo secondo si apre con un approfondimento sul concetto di corporate governance utile per comprendere, in un momento successivo, le dinamiche del Consiglio di Amministrazione all'interno delle società.

Con il termine *corporate governance* si fa riferimento ad un insieme di regole, procedure, politiche, istituzioni, leggi e meccanismi messi in atto dall'impresa allo scopo di gestire in maniera efficiente la complessa attività imprenditoriale.

Vediamo alcune definizioni di corporate governance che sono state formulate nel tempo.

- OECD (1999) → per corporate governance s'intende il sistema tramite il quale le aziende sono dirette e controllate.
- Shleifer e Vishny (1997) → Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.
- Ho (2005) → Corporate Governance refers to the structure and processes among the board of directors, shareholders, top management and other stakeholders, which further involves the roles of the stewardship process and exercising strategic leadership and the objectives of assuring accountability and improving performance.

Quest'ultima definizione può essere considerata più "generale" rispetto alle altre due in quanto interpreta la corporate governance come un sistema che coinvolge diversi soggetti all'interno dell'azienda tra cui il CdA, il top management, gli azionisti e tutti gli stakeholders aziendali.

Nel corso degli anni e soprattutto a seguito della crisi finanziaria del 2008, diversi economisti hanno notato che la corporate governance è in grado di sollevare alcune problematiche sia all'interno dell'azienda che all'esterno tramite i rapporti che la società detiene con l'ambiente circostante. Tali problematiche, se sottovalutate, possono interferire con la solidità economico-finanziaria dell'impresa causando, nei casi più estremi, il fallimento della stessa. Nelle economie più sviluppate come la nostra le problematiche che riguardano la corporate governance vengono affrontate facendo riferimento al possibile contrasto tra grandi azionisti e manager nei confronti dei piccoli azionisti, ossia coloro che detengono quote di minoranza dell'impresa. Questo concetto è noto in economia come problema di agenzia.

La teoria dell'agenzia risale al 1976 e viene sviluppata dai due autori statunitensi Jensen e Meckling. I due studiosi definiscono il rapporto di agenzia come un contratto in base al quale il principale (ossia colui che ricopre posizioni elevate all'interno di un'organizzazione) incarica un altro soggetto, denominato agente (che ricopre, al contrario, un ruolo subordinato), di svolgere un compito per conto proprio con conseguente delega di responsabilità dal principale all'agente.

Ai fini della trattazione verrà fatto riferimento a questa teoria nell'ambito della separazione tra proprietà e controllo poiché la differenza di ruoli che vengono ricoperti dal management e da coloro che intrattengono rapporti con la società come, per esempio, l'azionista, potrebbe creare rapporti analoghi a quelli di un normale contratto di agenzia tra principale e agente. Infatti, quanto più l'impresa evidenzia una forte separazione tra proprietà e controllo tanto più si verifica un problema di agenzia.

Elenco di seguito i problemi ricorrenti in un rapporto di agenzia.

- La delega dal principale all'agente potrebbe creare un problema legato alla discrezionalità dell'agente. Il manager, infatti, potrebbe svolgere in maniera "autonoma" il lavoro/servizio assegnatogli dal principale perseguendo un obiettivo personale.
- Asimmetria informativa tra principale e agente. Quest'ultimo è il soggetto maggiormente informato.
- Problema della remunerazione indipendente. Il manager riceve un compenso fisso senza vincoli al successo aziendale.

Alcune possibili soluzioni all'insorgere dei problemi di agenzia sono espone nelle seguenti quattro teorie:

- Finance model
- Myopic market model

- Abuse of executive power model
- Stakeholders model

Uno dei temi maggiormente considerati nelle quattro teorie sopra-citate è quello del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale delle società. Con riferimento alle società per azioni, ai sensi dell'art. 2380 del Codice Civile, se non viene disposto diversamente dallo Statuto societario, l'amministrazione e il controllo dell'impresa sono demandati rispettivamente al Consiglio di Amministrazione e al Collegio Sindacale. Tale modello di governance in cui vengono istituiti due organi, uno che si occupa di mansioni amministrative e l'altro che opera come "vigilante" dei compiti svolti dal CdA, viene identificato dalla prassi economico-giuridica come modello di governance tradizionale o latino o, ancora, ordinario. Contestualmente il Codice Civile prevede altri due modelli di governance ai quali non faremo espresso riferimento:

- Modello monistico
- Modello dualistico

Quali sono le mansioni tipiche del Consiglio di Amministrazione?

- Consulenza e guida sulla strategia aziendale, pianificazione e valutazione dei rischi dell'impresa, monitoraggio dell'attuazione delle iniziative e delle performance aziendali
- Nomina e revoca dell'amministratore delegato (CEO) della società
- Trattamento equo di tutti i gruppi di azionisti
- Selezione degli amministratori esecutivi
- Protezione della reputazione dell'impresa e dei suoi beni ed approvazione delle operazioni patrimoniali messe in atto dalla società
- Efficiente monitoraggio e risoluzione di potenziali conflitti di interesse che riguardano la direzione, il consiglio di amministrazione, gli azionisti, ecc.

Accanto al Consiglio di Amministrazione viene istituito il Collegio Sindacale che si occupa di vigilare in senso ampio l'operato degli amministratori. I compiti del Collegio Sindacale possono essere sintetizzati come segue:

- Valutare l'adeguatezza dell'organizzazione societaria
- Valutare l'adeguatezza amministrativa e contabile. Tale compito, tuttavia, ha subito diverse modifiche negli ultimi anni in quanto, di frequente, le imprese preferiscono delegare il controllo contabile alle società di revisione esterne
- Esaminare ed approvare o rigettare i piani strategici, industriali e finanziari della società
- Doveri di controllo dell'andamento di gestione

Una delle variabili considerate nell'analisi di regressione è l'incidenza degli amministratori indipendenti all'interno del CdA. L'amministratore indipendente viene introdotto nel nostro ordinamento grazie alla legge sulla tutela del risparmio con il compito principale di rafforzare il controllo societario.

Un'altra variabile che verrà inclusa nel modello è la dimensione del CdA. Vediamo ora alcuni dati che riguardano queste due variabili.

I risultati dell'analisi effettuata da Fasan (2012) mostrano che i CdA sono composti, in media, da 15 membri con un range generalmente compreso tra 12 e 15 membri. Oltre alla dimensione del board lo studio di Fasan si concentra anche sulla presenza degli amministratori indipendenti all'interno del CdA introdotta con la riforma del diritto societario del 2003. Secondo l'indagine condotta dallo studioso il 31,67% degli amministratori presenti nel CdA sono in possesso del requisito di indipendenza.

Anche la Consob elenca, all'interno del consueto report annuale, alcuni dati rilevanti in merito alla dimensione del CdA e all'incidenza degli amministratori indipendenti. Rispetto al contributo di Fasan, i dati della Consob si discostano leggermente. Il numero medio dei membri all'interno del CdA si attesta, infatti, intorno a 10 tra il 2009 e il 2012 mentre è lievemente inferiore nel 2008 e tra il 2013 e il 2018. Per quanto riguarda l'indipendenza, in un arco temporale compreso tra il 2011 e il 2018, il numero medio di membri indipendenti all'interno del CdA è quasi sempre compreso tra 4 e 5 mentre la percentuale media di soggetti indipendenti sul totale dei membri del CdA si attesta tra il 40 e il 50%.

Per poter proseguire con la trattazione è indispensabile analizzare il legame tra l'IPO e il CdA delle società. Infatti, il successo di un'operazione di IPO dipende in maniera marcata dal Consiglio di Amministratore poiché quest'ultimo riveste un ruolo di guida durante il processo di quotazione.

Per valutare l'impatto del CdA sul processo di IPO, Burton, Helliard e Power (2004) hanno condotto un sondaggio su circa 450 imprese quotate nel mercato di Borsa inglese. Dallo studio emerge che il 67% delle imprese coinvolte nel sondaggio indica una modifica dell'assetto di governo antecedente alla quotazione in Borsa in modo tale da renderlo maggiormente competitivo. Altri soggetti intervistati dichiarano che il cambiamento dell'assetto proprietario è spinto dalla necessità di incrementare la credibilità dell'IPO di fronte ai potenziali investitori istituzionali.

Prima di focalizzare l'attenzione del lettore sulle teorie empiriche nell'ambito della relazione tra le caratteristiche del CdA e l'IPO underpricing, vediamo come la dimensione del CdA possa davvero

influenzare il successo di un'operazione di IPO. Nella scelta della dimensione del CdA ci si trova di fronte ad un trade-off:

- un Consiglio di Amministrazione più ampio permette il possesso di una più ampia informazione aggregata
- allo stesso tempo vi sono maggiori costi del processo decisionale associato a gruppi più ampi

Una possibile soluzione per mitigare i costi associati ad un CdA particolarmente numeroso è quella di ridurre leggermente il numero dei membri del board e costruire un gruppo di dimensione "media". Tuttavia, in questo modo, verrebbero meno i vantaggi di un CdA piccolo o numeroso: le imprese, infatti, non sarebbero avvantaggiate né dalla velocità decisionale di un Consiglio di Amministrazione piccolo né dal possesso di risorse aggiuntive che un CdA più grande potrebbe garantire.

Entrando nel vivo della trattazione vediamo una rassegna di teorie empiriche sul rapporto tra il CdA e l'IPO underpricing.

Mnif (2010) conduce uno studio in ambito francese e mostra come la dimensione del CdA sia correlata significativamente e positivamente con l'IPO underpricing. Inoltre, attraverso il modello di regressione, Mnif riesce anche a cogliere una relazione negativa tra l'IPO underpricing e l'incidenza degli amministratori indipendenti nel CdA.

Nel contesto asiatico, precisamente in Malaysia, lo studio di Yatim (2011) mostra una relazione negativa tra la dimensione dell'impresa e l'IPO underpricing suggerendo che per le imprese più grandi, data la loro fama, non è necessario abbassare il prezzo di emissione del titolo per attrarre un numero maggiore di investitori.

Successivamente Darmadi e Gunawan (2012) effettuano un'analisi empirica nel contesto indonesiano. Tra i risultati più significativi annoveriamo la relazione positiva tra l'incidenza degli amministratori indipendenti e l'underpricing. A conferma di quanto detto da Yatim, inoltre, esiste una relazione negativa tra la dimensione dell'impresa e l'IPO underpricing.

Nello stesso ambito geografico Hidayat e Kusumastuti (2014) mostrano che la dimensione del CdA è inversamente proporzionale all'IPO underpricing. Tra le altre variabili indipendenti considerate durante l'analisi, il *debt to equity ratio* indica una relazione positiva e significativa tra il leverage dell'impresa e l'IPO underpricing.

Gli ultimi due studi a cui facciamo riferimento vengono effettuati nel contesto russo. Olegovna (2016) si focalizza sulla relazione negativa tra la dimensione della società e l'IPO underpricing mentre Malafeev (2018) discute sul rapporto tra il leverage dell'impresa e l'underpricing; quest'ultimo mostra una riduzione significativa all'aumentare dell'indebitamento societario.

Capitolo terzo

Nel corso del capitolo terzo viene presentata la procedura econometrica che permette di analizzare la relazione tra le caratteristiche del CdA e l'IPO underpricing in un campione di 80 imprese italiane emittenti IPOs tra il 2005 e il 2017.

Nello specifico vengono identificate sette variabili indipendenti che verranno inserite nel modello di regressione lineare multipla e analizzate tramite il software statistico R studio.

Al termine di un'attenta valutazione dei possibili parametri in grado di spiegare la relazione tra l'IPO underpricing e il board delle imprese, le variabili indipendenti inserite nel modello di regressione sono le seguenti.

1. *Board size* ovvero la dimensione del CdA delle aziende calcolato considerando anche il numero di membri del collegio sindacale.
2. *Firm age* ovvero l'età della società calcolato come differenza tra l'anno della fondazione e l'anno dell'emissione di IPO.
3. *Board independence* ossia la percentuale di amministratori indipendenti all'interno del CdA.
4. *Return on asset (ROA)* calcolato tramite il quoziente tra l'utile netto di bilancio e il totale attivo.
5. *Debt to equity ratio* ovvero il rapporto D/E.
6. *Firm size* cioè la dimensione dell'impresa calcolata tramite il logaritmo naturale delle attività totali indicate nello stato patrimoniale.
7. *Ownership concentration* ovvero la concentrazione azionaria dell'azionista di maggioranza.

La variabile dipendente è rappresentata dall'IPO underpricing calcolato secondo la formula del RIR citata nel primo capitolo.

Prima di condurre l'analisi vera e propria sono state testate alcune ipotesi. La costruzione delle ipotesi si basa sulla letteratura esistente ossia sugli studi precedenti che hanno trattato la relazione tra le caratteristiche del CdA e l'IPO underpricing.

Elenco di seguito le quattro ipotesi da testare attraverso il modello di regressione multipla.

- Ipotesi 1 (*H1*): esiste una relazione negativa tra la dimensione del CdA e l'IPO underpricing
- Ipotesi 2 (*H2*): esiste una relazione negativa tra l'incidenza degli amministratori indipendenti nel CdA e l'IPO underpricing
- Ipotesi 3 (*H3*): esiste una relazione positiva tra il rapporto D/E e l'underpricing

- Ipotesi 4 (*H4*): esiste una relazione negativa tra la dimensione dell'impresa e l'IPO underpricing

Il modello di regressione multipla utilizzato in questa sede è del tipo:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1,i} + \beta_2 X_{2,i} + \dots + \beta_k X_{ki} + u_i \quad \text{con } i = 1, \dots, n$$

La stima dei coefficienti di regressione avviene attraverso il metodo degli OLS (Ordinary Least Squares) che prevede la minimizzazione della somma dei quadrati degli errori di predizione.

Il modello di regressione è il seguente.

$$\begin{aligned} IPO \text{ underpricing} = & \beta_0 + \beta_1(\text{board size}) + \beta_2(\text{firm age}) + \beta_3(\text{board independence}) + \\ & \beta_4(\text{return on asset}) + \beta_5(\text{debt to equity ratio}) + \beta_6(\text{firm size}) + \\ & \beta_7(\text{ownership concentration}) + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Come già detto in precedenza, per eseguire l'analisi è stato utilizzato un campione di 80 imprese italiane emittenti IPOs tra il 2005 e il 2017. In realtà il numero totale di IPOs in tale periodo è pari a 196. Di queste, buona parte sono state scartate dall'analisi in quanto non erano disponibili tutte le informazioni necessarie a definire le variabili incluse nel modello. Inoltre, qualche società è stata rimossa dal campione poiché presentava un valore di underpricing pari a zero il che, restando in linea con quanto detto negli studi empirici di riferimento, non avrebbe apportato nulla di significativo per l'analisi. La numerosità del campione si è perciò ridotta di 116 unità.

Per quanto riguarda la scelta del periodo di riferimento, essa non è casuale ma dipende da tre fattori.

1. La fascia di tempo compresa tra la fine degli anni '90 e i primi anni del 2000 è stata caratterizzata, nel mercato azionario italiano, da una forte crescita delle società con l'intenzione di quotarsi in Borsa registrando numeri di IPOs molto elevati. Per evitare di considerare un periodo "fuori media" in termini di numeri di IPOs in Italia ho preferito considerare il periodo immediatamente successivo in cui, inoltre, è possibile cogliere gli effetti della crisi finanziaria del 2008 sul numero di imprese che ricorrono in Borsa.
2. La mancanza di alcune informazioni utili per effettuare l'analisi nel periodo antecedente il 2005.

3. Possibilità di confronto con il framework teorico di riferimento. Infatti, la maggior parte degli studi che cercano di spiegare la possibile relazione tra l'underpricing e le caratteristiche del CdA vengono effettuati nel periodo compreso tra il 2005 e il 2017.

La lista delle IPOs nel periodo di trattazione dell'analisi è stata reperita dal sito di Borsa Italiana nella sezione riguardante le matricole mentre i dati necessari ai fini dell'analisi sono stati reperiti da differenti fonti come il prospetto informativo delle società, il database Bloomberg ed altri documenti finanziari messi a disposizione dalle società all'interno del proprio sito web.

Vediamo ora, attraverso la seguente tabella, le statistiche descrittive della variabile dipendente e delle sette variabili indipendenti.

Variabile	Osservazioni	Media	Mediana	Deviazione standard	Minimo	Massimo
<i>Underpricing</i>	80	0,059	0,047	0,147	-0,397	0,868
<i>Board size</i>	80	12,387	12	2,592	8	21
<i>Firm age</i>	80	35,062	21	41,870	0	243
<i>Board independence</i>	80	0,304	0,29	0,142	0,11	0,86
<i>Return on asset</i>	80	0,042	0,033	0,070	-0,245	0,261
<i>Debt to equity ratio</i>	80	0,465	0,456	0,254	0,009	1,123
<i>Firm size</i>	80	4,467	4,119	2,134	0,832	11,976
<i>Ownership concentration</i>	80	0,698	0,706	0,276	0,142	1

Tra i valori delle statistiche descrittive ci focalizziamo in particolar modo sul valore medio. Per quanto riguarda l'underpricing, se paragonato con gli studi precedenti, il valore è in linea con il contesto russo mentre è inferiore rispetto al contesto asiatico. Il valore medio sperimentato nel contesto italiano è inferiore (seppure leggermente) anche rispetto al caso francese.

Per effettuare un'analisi quanto più possibile completa sarebbe opportuno confrontare i valori di *board size* e *board independence* con gli stessi ottenuti negli altri studi a cui facciamo riferimento.

Tuttavia, sia l'imposizione di norme da parte dei governi delle singole nazioni in ambito di requisiti minimi dei soggetti e/o membri indipendenti dei CdA, sia la diversità di sistema di corporate governance utilizzato dalle imprese appartenenti a diverse nazioni non ci permettono di attuare confronti significativi.

Per quanto riguarda la variabile sull'età della società, se rapportata con gli studi precedenti, si ottiene un valore decisamente superiore.

Nel caso del ROA il valore riscontrato pari a 0,042 è simile a quello sperimentato negli studi in cui tale variabile è stata inserita nel modello di regressione.

Il valore medio del D/E è pari a 0,465. I risultati sono sorprendenti se paragonati al contesto russo in cui la media del rapporto D/E delle imprese considerate nel campione oscilla tra 2,03 e 2,38 denotando un elevato grado di indebitamento delle società russe rispetto a quelle italiane.

Per quanto riguarda la dimensione dell'impresa, un valor medio pari a 4,46 implica una dimensione piuttosto ridotta delle imprese italiane considerate nel campione rispetto al contesto internazionale considerato negli altri studi.

Infine, per quanto riguarda la variabile espressiva della concentrazione dell'azionista di maggioranza, il valor medio è pressochè uguale a quello sperimentato negli altri studi e si attesta attorno al 70%.

Procedendo con la trattazione, prima di orientarmi sull'analisi statistica vera e propria, sono state effettuate alcune diagnostiche di stima in modo da verificare tre assunzioni importanti.

1. Gli errori sono distribuiti secondo una normale con media nulla
2. Gli errori hanno varianza costante in corrispondenza di ciascun valore della variabile indipendente
3. Gli errori sono indipendenti tra loro

Grazie all'ausilio del software statistico SAS, tramite alcuni semplici codici, sono state verificate le assunzioni sopra-citate.

Tra le valutazioni adottate in questa sede ai fini dell'analisi di regressione è inclusa anche la verifica della correlazione tra le variabili indipendenti in modo da evitare l'insorgere di problemi di *multicollinearità*.

Lo strumento attraverso il quale è stata esaminata la questione della multicollinearità è la matrice di Pearson.

L'indice di correlazione identifica una relazione lineare tra due variabili precisando che la connessione tra le variabili non implica necessariamente un nesso di causalità tra loro.

Secondo il punto di vista di Kennedy (1985), per far sì che vi sia assenza di multicollinearità è sufficiente che l'indice di correlazione di Pearson sia inferiore a 0,80. L'analisi effettuata attraverso il software R-Studio mostra indici di correlazione bassi e comunque non superiori a 0,80, perciò, possiamo concludere che non vi sono casi di multicollinearità.

Per quanto riguarda i risultati dell'analisi econometrica, l'output di regressione indica due variabili indipendenti significative rispettivamente al 5 e all'1%: la dimensione del CdA (board size) e l'incidenza degli amministratori indipendenti nel Consiglio di Amministrazione (board independence). Osservando l'output di regressione si nota, inoltre, che la relazione significativa tra l'IPO underpricing e la dimensione del CdA è negativa, al contrario, la relazione tra l'underpricing e la percentuale di amministratori indipendenti nel CdA è positiva.

Un altro importante parametro da non sottovalutare nel corso della presentazione dei risultati è il valore dell'R quadro di regressione. Questo risultato, pari a 0,2234, indica che i sette regressori spiegano circa il 22% della varianza totale della variabile dipendente e che la restante quota di varianza è spiegata da altri fattori esterni non inclusi nel modello.

Gli studi precedenti hanno considerato, oltre al modello di riferimento per l'analisi, diversi modelli di regressione caratterizzati dall'inclusione di un minor numero di regressori. L'obiettivo comune è quello di valutare possibili benefici derivanti dall'eliminazione di alcune variabili che non trasmettono significatività al modello: infatti, seppur con una ovvia diminuzione dell' R^2 , considerare un numero minore di variabili nel modello potrebbe aggiungere significatività ai singoli coefficienti o quantomeno almeno ad uno di essi.

Infatti, seguendo l'iter utilizzato negli studi precedenti, la costruzione di sette modelli differenti ognuno contenente una sola variabile indipendente ha comportato l'insorgere di una nuova variabile significativa ad un livello del 10%, ovvero il rapporto D/E.

In sintesi, l'analisi empirica presenta tre considerazioni fulcro della discussione.

- **Esiste una relazione negativa tra la dimensione del CdA e l'IPO underpricing nelle imprese italiane incluse nel campione di analisi**
- **Esiste una relazione positiva tra l'incidenza del numero di amministratori indipendenti nel CdA e l'IPO underpricing**
- **Esiste una relazione negativa tra il D/E ratio e l'IPO underpricing**

È fondamentale precisare che la prima considerazione rispecchia perfettamente l'ipotesi uno e supporta perciò l'idea che era stata formulata prima dell'analisi. Infatti, dal momento che i Consigli di Amministrazione più numerosi sono tenuti a fornire un monitoraggio maggiormente efficace, i potenziali investitori percepirebbero questo controllo come una possibilità di ridurre l'asimmetria informativa tra l'emittente e il potenziale investitore la quale è una delle cause più diffuse di underpricing.

Contrariamente alle aspettative la percentuale di amministratori indipendenti nel CdA è correlata positivamente con l'underpricing, smontando la seconda ipotesi formulata in precedenza. A causa di un probabile meccanismo di corporate governance non particolarmente forte, nel campione considerato, gli amministratori indipendenti non hanno una funzione cardine di controllo dell'operato del management agli occhi dei potenziali investitori. Questo implica che l'amministratore indipendente non sarebbe, di fatto, considerato come una figura in grado di porre equilibrio sul governo societario. Come conseguenza di quanto appena detto, perciò, l'incidenza degli amministratori indipendenti non riduce l'incertezza circa il valore della società ma, al contrario, ne aumenta l'effetto decretando, di fatto, una forza superiore del management rispetto agli amministratori indipendenti.

In merito all'ultima considerazione che scaturisce dall'analisi di regressione, l'evidenza empirica nel contesto italiano suggerisce che un elevato grado di indebitamento pre-IPO è un segnale positivo della qualità dell'impresa. L'idea di base risiede nella maggiore propensione al rispetto del pagamento degli interessi e del capitale a cui un'impresa deve far fronte. A causa del rischio di fallimento – detto anche *bankruptcy risk* – le imprese sono stimolate a rispettare i rigidi vincoli di bilancio a cui sono esposte. Seguendo la teoria dei segnali questa condizione potrebbe essere sintomo di buono stato il quale verrebbe trasmesso ai potenziali investitori. Inoltre, ciò potrebbe tradursi in una minor incertezza, anche informativa, ed un minor livello di underpricing.