

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra
di Finanza Aziendale

Initial Public Offering: l'underpricing e l'influenza del contesto istituzionale sul fenomeno.

Prof. Pierluigi Murro

RELATORE

Matr.229431

Salvatore Mulas

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

Ringrazio il mio collega Francesco per essermi stato accanto in questo periodo intenso e per gioire, insieme a me, dei traguardi raggiunti.

Ringrazio infinitamente i miei genitori che mi hanno sempre sostenuto, appoggiando ogni mia decisione.

INDICE

Introduzione	5
1. Capitolo 1 IPO: offerta pubblica iniziale.....	7
1.1. Definizione e struttura di una IPO	7
1.2. Soggetti coinvolti e le fasi del processo	10
1.3. Costi e benefici	15
1.4. Clausole e opzioni	17
2. Capitolo 2 Underpricing.....	19
2.1. Definizione e evoluzione del fenomeno	19
2.2. Teorie basate sull'asimmetria informativa	22
2.2.1. La maledizione del vincitore.....	22
2.2.2. Modello principale-agente.....	24
2.2.3. Teorie sulla segnalazione.....	25
2.3. Teorie istituzionali	26
2.3.1. Litigation risks theories.....	27
2.3.2. Price stabilization theories.....	28
2.3.3. Tax arguments.....	29
2.4. Teorie sul controllo proprietario.....	30
2.5. Teorie comportamentali	32
2.5.1. The cascades hypothesis.....	32
2.5.2. Sentiment degli investitori.....	33
3. Capitolo 3 L'incidenza dell'underpricing , il contesto geografico e il ruolo delle istituzioni.....	36
3.1. Il contesto istituzionale e l'effetto sull'underpricing.....	36
3.2. Efficienza del mercato azionario	37
3.3. Efficienza della regolazione bancaria.....	38
3.4. Trasparenza contabile.....	47
3.5. Modelli di corporate governance e protezione degli investitori.....	51
3.6. Analisi del modello di Hopp.....	54
3.7. Il mercato azionario italiano: studio IPO 2010-2020 e cross-country analisi.....	58
3.7.1. Composizione del campione e metodologia d'analisi.....	59
3.7.2. Risultati e conclusioni dello studio.....	62
Conclusioni	65
Bibliografia e sitografia	67

INTRODUZIONE

La presente tesi tratta l'operazione di IPO, acronimo di offerta pubblica iniziale, la quale costituisce uno strumento indispensabile per sollecitare gli investitori, ottenere la quotazione dei titoli sul mercato regolamentato e quindi la diffusione di quest'ultimi tra il pubblico. Molte giovani imprese raggiungono una fase della propria vita in cui decidono di compiere una prima offerta pubblica di azioni, attraverso un'offerta primaria, secondaria o una combinazione di entrambe. Il più delle volte il processo di IPO costituisce una fase fondamentale del ciclo di vita di un'impresa, sia esso per raccogliere *private equity* al fine di finanziare un'idea imprenditoriale ancora in fase embrionale o semplicemente per aumentare la visibilità societaria. Particolare attenzione è riservata al *trade-off* che sussiste fra il rischio della diffusione di informazioni cruciali che permetterebbero ai concorrenti di ottenere un vantaggio competitivo e i benefici che scaturirebbero dal raccogliere capitale a condizioni vantaggiose.

Il tema delle IPO, oltre che essere stato oggetto di numerosi studi a partire dalla seconda metà del Novecento, riveste un ruolo chiave tra gli interessi attuali della comunità economica. La centralità di tale tematica e la costante attenzione nei suoi confronti trova la sua ragione d'essere nei fenomeni anomali che non di rado sono collegati all'*Initial Public Offering*. Questo elaborato ha l'obiettivo di indagare su tali fenomeni, focalizzando l'attenzione sulla tematica dell'*underpricing*, analizzandone ogni sfaccettatura, concentrandosi in particolare sul ruolo svolto dai fattori legali e istituzionali nella vendita delle azioni a un prezzo inferiore rispetto a quello di mercato.

Nel primo capitolo verranno dettagliatamente esplicitate le motivazioni che spingono le società ad affacciarsi per la prima volta sull'*equity market*. Attraverso un riscontro con l'evidenza empirica si cercherà di dare ragione alla crescita potenziale delle offerte pubbliche. Oggetto di discussione sarà altresì il timing delle IPO, variabile che più delle volte non viene presa in adeguata considerazione, ma essendo facilmente influenzabile da numerosi fattori esogeni ed endogeni si configura come una variabile critica per il successo o meno dell'operazione. L'aspetto più descrittivo del capitolo riguarda la complessa struttura che caratterizza, in toto, il processo di una IPO e il ruolo delicato che ricoprono soggetti quali: sottoscrittori, *global coordinator*, *sponsor*, *specialist* e *advisor finanziario*.

Seguendo, nel secondo capitolo si presta maggiore attenzione al fenomeno dell'*underpricing* e i possibili comportamenti degli attori coinvolti al fine di attenuare questa anomalia legata al processo di IPO, che a tutti gli effetti costituisce il principale costo indiretto della quotazione e determina una quota considerevole di 'denaro lasciato sul tavolo'. Nel corso del capitolo verranno adeguatamente approfondite e analizzate la maggior parte delle teorie formulate dalla comunità accademica per tentare di razionalizzare il fenomeno. Verranno esplicitate teorie che invocano l'asimmetria informativa, motivazioni istituzionali, considerazioni legate all'importanza del controllo proprietario, finanza comportamentale e approcci basati sull'irrazionalità degli investitori.

Il terzo e ultimo capitolo dell'elaborato sarà incentrato sui fattori legali e istituzionali che determinano variazioni significative nei livelli medi di *underpricing* fra i vari paesi. Il contesto istituzionale e geografico in cui le imprese operano ha effetto sull'efficienza dei processi di acquisizione di capitale sull'*equity market*. Per analizzare in maniera approfondita questi concetti viene descritto il modello di Hopp, il quale verte sull'efficienza e regolamentazione del mercato azionario, regolazione bancaria, trasparenza contabile e la protezione degli investitori in relazione ai differenti modelli di *corporate governance*. Gli ostacoli che le imprese affrontano per ottenere finanziamenti di capitale esterno sottolinea quanto sia

importante un mercato azionario adeguatamente sviluppato per limitare i vincoli di finanziamento. Il monitoraggio e una regolamentazione *ad hoc* del settore bancario sono strumenti essenziali al fine di ridurre l'asimmetria informativa tra i soggetti coinvolti nel processo. Altresì codesta asimmetria può essere attenuata da una maggiore trasparenza contabile e divulgazione finanziaria. Infine verrà sottolineata l'importanza di un sistema legale che possa proteggere gli azionisti, riportando evidenze di differenze tra i paesi di *common law* e *civil law*.

Concludendo, sarà presentata un'analisi personale con l'obiettivo di indagare in maniera ancor più approfondita sulle differenze nei livelli medi di *underpricing* nel breve periodo e la *long run performance* che caratterizza le IPO tra i differenti paesi. Nello specifico verrà calcolata con la formula del 'simple underpricing' il valore medio relativo a un campione di 36 IPO avvenute in Borsa Italiana, svolte sul mercato telematico azionario (MTA), tra il 2010 e il 2020. Del medesimo campione verrà svolta un'analisi settoriale e un'analisi dei rendimenti di lungo periodo che i titoli in questione sono stati in grado di generare rispetto all'indice di mercato di riferimento. Per raggiungere tale finalità la formula del BHAR risulta adeguata. I valori ottenuti dallo studio del contesto italiano verranno confrontati con quelli di altri paesi europei e messi in relazione a quello che è il contesto in cui i letterati in materia hanno maggiormente indirizzato i loro sforzi, ovvero il quadro americano.

CAPITOLO 1

IPO : offerta pubblica iniziale

1.1. Definizione e struttura di una IPO

Mediante Le offerte pubbliche iniziali (IPO) , per la prima volta le imprese non quotate collocano le loro azioni nel mercato di borsa con il tentativo di raccogliere capitale sull'*equity market* . L'offerta pubblica iniziale rappresenta per molte imprese un passaggio necessario ed essenziale al fine di supportare il loro processo evolutivo. Molto spesso il capitale di *private equity* costituisce il trampolino di lancio di un concetto imprenditoriale che si trova ancora nella sua fase embrionale e si configura meramente come un'idea . La prima quotazione di una società è una pratica non esente da rischi, tant'è che in una post-IPO l'impresa difficilmente riuscirà a sopravvivere come azienda indipendente e mantenere la sua identità iniziale, sottoponendosi al rischio concreto di future acquisizioni e fusioni da parte di imprese di maggiori dimensioni.

La maggior parte delle IPO sono una combinazione di offerte primarie, nella quale nuove azioni vengono vendute allo scopo di raccogliere liquidità per l'azienda , e secondarie , in cui vengono venduti parte dei titoli detenuti.¹ Si definisce offerta primaria l'emissione di nuovi titoli mobiliari a pagamento. Questo consiste in un aumento di capitale, ove la provvista raccolta costituisce un flusso finanziario positivo per la società emittente. La vendita di nuove azioni comporta la rinuncia totale o parziale al diritto di opzione per gli azionisti ed è nota come offerta pubblica di sottoscrizione (OPS).

Un'offerta pubblica di vendita (OPV) prevede invece che siano venduti sul mercato titoli mobiliari già in essere sostanzialmente essa si traduce in una valorizzazione delle quote di capitali di rischio detenute dagli azionisti².

Sono diverse le variabili che influiscono nella scelta della giusta composizione tra componente primaria e secondaria. Gli obiettivi di lungo termine del management, il piano di sviluppo, il settore in cui l'impresa opera e le pressioni degli stakeholder sono tutti fattori che giocano un ruolo preponderante in questo critico contesto decisionale. E' probabile, ad esempio, che la componente di offerte primarie costituisca la "fetta più grade della torta" in una società di *capital intensive* impegnata nel settore della ricerca , rispetto ad IPO di società che perseguono

¹ R.A. Brealey, S.C Myers, F. Allen (1990), Principi di finanza aziendale, 7.ed., McGraw-Hill Education, Milano.

² Iosio, Cristian. IPO per le PMI italiane. Ipsa, 2011.

finalità legate allo sviluppo e valorizzazione del mercato dei capitali , come può accadere in quotazioni di gruppi familiari e processi di privatizzazione.

Una breve regressione sul contesto nazionale del decennio passato potrebbe fornirci qualche dato utile per comprendere più da vicino le scelte delle società in merito alla combinazione di offerte primarie e secondarie. Analizzando il volume di IPO italiane su base annua e l'andamento del mercato azionario rappresentato dal FTSE MIB , la maggioranza delle IPO (60% circa) completate nel periodo 2005-2011 è stata caratterizzata da una combinazione di elementi primari e secondari; mentre nel periodo 2005- 2007 la componente secondaria è stata preponderante, soprattutto grazie a condizioni di mercato che hanno favorito i processi di valorizzazione .Negli anni successivi vi sono state delle variazioni che hanno visto un 2008 caratterizzato da esercizi di ricapitalizzazione e ed un 2009 con una significativa riduzione di attività ed un ribilanciamento a favore della componente secondaria .³

Differenti spiegazioni potenzialmente valide sono fornite dalla teoria accademica sul perché le aziende decidano di quotarsi in borsa. Il desiderio di raccogliere nuovo capitale, di aumentare la visibilità societaria e di modificare la compagine azionaria, sono tre fra le principali motivazioni.

L'evidenza empirica sul motivo della crescita esponenziale delle offerte pubbliche appare variegata e a tratti contrastante .La teoria dominante rimarca la necessità di ottenere finanziamenti per sostenere gli investimenti da parte di imprese private , configurando ancora una volta il processo di IPO come un fase necessaria del processo evolutivo di qualsiasi impresa. Jain e Kini (1994) e Mikkelson et al. (1997) forniscono la prova che le start-up statunitensi si quotano in borsa per finanziare l'espansione. Tale spiegazione è assolutamente plausibile, ma non ci fornisce alcuna delucidazione sul perché esistano diverse imprese private di grandi dimensioni, operanti nel medesimo contesto. D'altra parte, Pagano et al. (1998), usando un campione di IPO italiane, trovano prove che suggeriscono che le aziende si quotano non per finanziare la crescita, ma piuttosto per riequilibrare i loro conti dopo un periodo di alti investimenti e crescita⁴.

Sebbene le finalità ultime delle imprese sembrano essere la massimizzazione del valore aziendale e la minimizzazione del costo del capitale aziendale, particolare attenzione è riservata al *trade-off* legato al rischio della diffusione di informazioni riservate ai concorrenti e i benefici derivanti dal raccogliere nei mercati finanziari capitale a condizioni vantaggiose. La probabilità di un'impresa di quotarsi dipende anche dal suo livello di asimmetrie informative e dalle caratteristiche intrinseche del settore in cui opera, quali la produttività, il tasso di crescita delle vendite, la quota di mercato dell'emittente e la domanda aggregata di capitale da parte delle imprese private ; tutti fattori che influenzano il costo dell'operazione.⁵ Non è da sottovalutare però anche l'aspetto umano e comportamentale legato indissolubilmente all'ottimismo degli investitori. Un mercato in crescita avrà un effetto

³ Iosio, Cristian. *IPO per le PMI italiane*. Ipsoa, 2011.

⁴ Jain, Bharat A., and Omesh Kini. "The life cycle of initial public offering firms." *Journal of Business Finance & Accounting* 26.9-10 (1999): 1281-1307.

⁵ Baschieri, Giulia, Andrea Carosi, and Stefano Mengoli. "IPO a ondate: cluster temporali o cluster locali?." *Banca Impresa Società* 35.1 (2016): 163-198.

positivo sul *sentiment* degli investitori e sulla loro disponibilità a valutare investimenti in nuove emissioni ; in egual misura l'andamento positivo di offerte concorrenti migliorerà la predisposizione degli investitori nei confronti di nuove opportunità di investimento. Le imprese hanno maggiore incentivo a quotarsi quando gli investitori sono disposti a pagare un premio più alto per avere titoli di IPO.

Una seconda questione importante è la tempistica di una IPO. Qui ci sono due spiegazioni principali, di nuovo con molteplici variazioni su ciascuna. La teoria del ciclo di vita sostiene che, man mano che un'azienda cresce, ad un certo punto è più economico per lei ottenere un finanziamento azionario esterno attraverso una IPO. La decisione sui tempi è quindi una conseguenza naturale della maturazione di un'azienda. Secondo questa teoria, le aziende si quotano in borsa quando raggiungono un punto del loro ciclo di vita in cui hanno bisogno di un'IPO per raccogliere capitali per finanziare la crescita e creare un mercato pubblico e liquido per la proprietà dell'azienda. Un'altra scuola di pensiero che enfatizza il *market timing*, analizza il fatto che gli insider usino le loro informazioni superiori sulle prospettive dell'azienda per sfruttare "finestre di opportunità" emettendo azioni che, se non sopravvalutate, sono almeno sufficientemente valutate per evitare la diluizione dei crediti degli azionisti esistenti⁶

La tempistica di una IPO è influenzata dal verificarsi di fattori, endogeni ed esogeni, da cui scaturisce il successo o meno dell'operazione.

I fattori esogeni principali sono:

1. Andamento dei mercati azionari: Il mercato primario è altamente influenzato dalle performance del mercato secondario.
2. Congiuntura economico/politica
3. Dinamiche di settore: La dinamicità di cambiamento delle tecnologie, la rapidità con cui variano le dinamiche normative e i forti cambiamenti strategici di particolari settori sono tutti fattori che accrescono le asimmetrie valutative tra rami di attività e rendono arduo il compito degli investitori in merito a una valutazione dal punto di vista competitivo.
4. Mercato delle nuove emissioni: La ricerca di uno spiraglio di debutto ottimale potrebbe essere influenzata dalla crescita momentanea e inaspettata della densità delle offerte e quindi da una competizione elevata, che influisce sulla capacità dei *fund managers* di fornire risorse finanziarie adeguate

I principali fattori endogeni sono:

- a) *Business development/planning*: Affinché un'*equity story* risulti attrattiva per il pubblico degli investitori, il piano industriale e il percorso strategico che si intende perseguire devono essere comprensibili, coerenti ed esaustivi.
- b) *Corporate governance*: L'insieme di regole e comportamenti atti ad assicurare il funzionamento efficiente e trasparente degli organi di governo e dei sistemi di controllo è una delle aree più complesse di intervento. Nonostante gli investitori prediligano una situazione di governo definita al momento del debutto, tuttavia situazioni in divenire possono essere accettati, purché anticipate nel loro piano di implementazione all'interno al documento di offerta

⁶ Brau, James C., and Stanley E. Fawcett. "Evidence on what CFOs think about the IPO process: practice, theory, and managerial implications." *Journal of Applied Corporate Finance* 18.3 (2006): 107-117.

- c) Performance finanziarie: Lo stato di salute dell'impresa e la capacità di generare margine positivi di redditività da parte del business sono fattori che non di rado influenzano le decisioni di investimento .
- d) Qualità del management: la coerenza del binomio decisioni-visione strategica è un elemento chiave in sede di valutazione della società
- e) Trasparenza e comunicazione finanziaria: veridicità, chiarezza e tempestività nella realizzazione di una reportistica assumono un'importante rilevanza strategica .

Mentre la prospettiva di una IPO di successo di norma attrae molti manager, alcune aziende non sono interessate a diventare pubbliche. I CFO scelgono di rimanere privati per una serie di ragioni.

In seguito a risultati di un'indagine ⁷ la ragione più citata dal campione al fine di rimanere privati è quella di mantenere il controllo del processo decisionale (56%). Tra i direttori finanziari, si ritiene che le IPO riducano il controllo degli insider su importanti decisioni di investimento e operative. Come previsto, tali questioni di controllo sono state di gran lunga la preoccupazione più importante per i CFO di società che non hanno mai tentato di quotarsi in borsa.

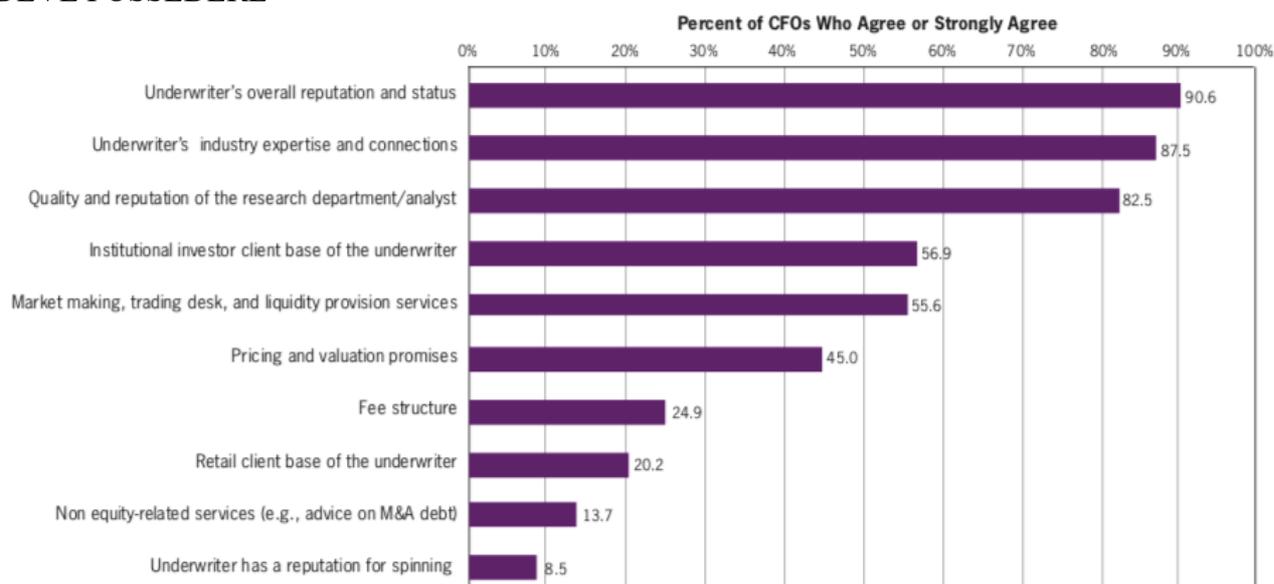
Nella mente dei CFO, la seconda ragione più importante per non quotarsi in borsa è da ricercare al di fuori del controllo dell'azienda, ovvero le condizioni sfavorevoli del mercato o del settore (48%). I CFO sono opportunisti e vogliono rendere pubbliche le loro aziende quando una IPO genererà più capitale e ricchezza possibile.

1.2.Soggetti coinvolti e le fasi del processo

Il primo compito dei manager è quello di individuare i sottoscrittori (*underwriter*) . In una nuova emissione i sottoscrittori agiscono svolgendo una serie di ruoli: offrono consulenza legale e finanziaria alla società, comprano l'emissione e la rivendono al pubblico, generano visibilità sul mercato e interesse per l'offerta. La scelta del giusto sottoscrittore può contribuire notevolmente a migliorare il processo di quotazione in borsa. Il sottoscrittore conferisce istruzioni alla società e assiste quest'ultima nella preparazione del prospetto d'offerta in modo che soddisfi i requisiti necessari e risulti attraente per i potenziali investitori. Durante la fase di marketing, i funzionari della società vanno in "*roadshow*" per presentare l'IPO. I sottoscrittori forniscono una guida vitale durante questo processo e "costruiscono il portafoglio" di ordini misurando il livello di interesse dei principali investitori istituzionali. Dopo l'IPO, il sottoscrittore di solito fornisce liquidità, spesso come *market maker*, per mantenere la forza del titolo e costruire momenti utili per il futuro

⁷ Brau, James C., and Stanley E. Fawcett. "Evidence on what CFOs think about the IPO process: practice, theory, and managerial implications." *Journal of Applied Corporate Finance* 18.3 (2006): 107-117

FIGURA 1 : INDAGINE AI CFOs SULLE CARATTERICHE CHE UN UNDERWRITER DEVE POSSEDERE⁸



Il grafico evidenzia i risultati di un'indagine rivolta a una serie di CFOs in merito all'importanza di una serie di caratteristiche che un'IPO *underwriter* deve possedere. I CFOs sono interessati soprattutto alla reputazione generale del sottoscrittore (91%), all'esperienza nel settore (88%) e alla capacità e qualità della ricerca (83%). Altri due criteri hanno ricevuto la maggioranza dei consensi: la base di clienti istituzionali (57%) e le capacità di *market-making e trading desk* del sottoscrittore (56%). Altri criteri come le promesse di prezzo e valutazione, la struttura delle commissioni, la base di clienti retail del sottoscrittore e la disponibilità di servizi non azionari hanno ricevuto molta meno attenzione da parte dei CFOs. Cosa implicano questi risultati? In primo luogo, l'importanza della competenza settoriale evidenzia un ruolo per i sottoscrittori specializzati in determinati settori o industrie. In secondo luogo, i CFOs sembrano preoccuparsi molto di più degli investitori istituzionali che degli investitori al dettaglio, e credono che se venga selezionato un sottoscrittore capace e rispettabile, la valutazione delle azioni e il prezzo saranno ragionevoli. In terzo luogo, i CFOs sembrano fidarsi del lavoro di banche d'investimento di grande reputazione e sono disposti a pagare per i loro servizi.

L'IPO è un'operazione complessa che può essere idealmente suddivisa in più fasi ognuna delle quali coinvolge diversi soggetti ed è finalizzata al raggiungimento di obiettivi specifici. I soggetti coinvolti nell'operazione sono: la società emittente, il *global coordinator*, *lo sponsor*, *lo specialist*, *l'advisor finanziario*, gli studi legali e i membri del consorzio di collocamento.⁹ Il *global coordinator* costituisce e dirige il consorzio di collocamento, con l'obiettivo di accumulare "dichiarazioni d'interesse" da istituzioni e brokers per determinare il numero finale di azioni e la loro allocazione tra gli investitori.

⁸ Brau, James C., and Stanley E. Fawcett. "Evidence on what CFOs think about the IPO process: practice, theory, and managerial implications." *Journal of Applied Corporate Finance* 18.3 (2006): 107-117.

⁹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html?lang=it>

Tale figura riveste un ruolo essenziale ai fini del successo dell'IPO, analizzando in particolar modo quelle poste messe in essere sul mercato secondario (*l'Aftermarket*) dopo il debutto in Borsa del titolo di nuova quotazione.

Le fasi che caratterizzano il processo si distinguono in : preparazione ,esecuzione e *aftermarket* .

La preparazione inizia con uno studio di fattibilità del progetto attraverso cui si valuta il piano industriale e la convenienza strategica, economica e finanziaria dell'operazione. Il tempo minimo per la quotazione di una società è stimato di 4 mesi circa, a partire dalla riunione di lancio dell'operazione, *kick off meeting*. In tale riunione il gruppo di lavoro si incontra per discutere le modalità, dinamiche progettuali e per stabilire priorità ed aree di responsabilità. Il *kick off* può essere utilizzato anche come occasione per una prima introduzione formale in cui viene presentata l'attività e le caratteristiche della società, il modello di business e le performance finanziarie recenti. Rappresenta la prima riunione in cui il management si incontra con tutti i consulenti incaricati e in cui vengono assegnate le rispettive responsabilità e pianificati i tempi di procedura di quotazione. Tale studio può essere condotto internamente o più comunemente essere affidato ad un consulente finanziario specializzato (*advisor finanziario*) che andrà ad assistere la società quotanda in tutte le fasi del processo, a cominciare dalla selezione della controparte che si farà promotrice dell' offerta nei confronti delle autorità regolamentari e del mercato (tipicamente una banca d'affari nel ruolo di sponsor e coordinatore). Spesso lo *sponsor* assume il ruolo di global coordinator e, in un'operazione di offerta al pubblico o di collocamento istituzionale, deve svolgere il ruolo del *lead manager*. Lo *Sponsor* è un soggetto che collabora nell'assolvimento degli impegni connessi con l'ammissione alla quotazione e che svolge funzioni di garante in merito al profilo qualitativo dell'emittente stesso.

Possono svolgere attività di sponsor le banche, le SIM, le imprese di investimento e gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del Testo Unico bancario. Lo *sponsor* svolge anche alcune funzioni successive all'ammissione a quotazione; si deve infatti impegnare a pubblicare almeno due analisi finanziarie all'anno sulla società e brevi analisi in occasione di eventi di rilievo straordinario per la società, nonché ad organizzare incontri tra il management della società e la comunità finanziaria almeno due volte l'anno.¹⁰

Una volta selezionato lo *sponsor* coordinatore verranno progressivamente coinvolti anche altri professionisti impegnati nel supportare la società con consulenze mirate e specifiche in aree quali quella finanziaria, legale, fiscale e di comunicazione . Lo specialista (o *specialist*) , ad esempio, è un intermediario che svolge funzioni di *market making*, impegnandosi a sostenere la liquidità di uno o più titoli azionari mediante l'esposizione continua di proposte di acquisto e di vendita a prezzi che non si scostino tra di loro di una percentuale (*spread*) superiore a quella stabilita da Borsa Italiana.¹¹

La *due diligence* è un'indagine investigativa a 360 ° che consente di ottenere una visione completa della realtà aziendale da un punto di vista legale, finanziario e di business ; e di fornire tutte le informazioni necessarie alla preparazione documentali . Sarà altresì importante al fine di costruire un *investment case* coerente che consenta di evidenziare elementi di unicità della società e di predisporre al meglio il piano di marketing. Quest'ultimo ha una duplice finalità che consiste nell' identificazione dei messaggi chiave da fornire al mercato attraverso una strategia multicanale e nella definizione delle metodologie e del team di distribuzione, solitamente organizzato in forma consortile e denominato appunto consorzio di collegamento e garanzia. Successivamente lo sponsor ed i consulenti devono effettuare un'analisi

¹⁰ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/sponsor.html?lang=it>

¹¹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/specialist.html>

approfondita della società, identificandone i fattori critici di successo e tutti gli elementi necessari per una valutazione della fattibilità della quotazione e del valore dei titoli da emettere. Viene iniziata la stesura del prospetto informativo, che costituisce il documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio. E' redatto dallo *sponsor* (secondo gli schemi richiesti da Consob), insieme al management della società e i consulenti legali, sulla base dei risultati delle analisi svolte durante il processo di *due diligence* e ha lo scopo di fornire tutte le informazioni riguardanti la società e la struttura dell'offerta globale. In tale documento sono riportati i dati relativi alla condizione economico-finanziaria della società e alla sua performance; viene inoltre descritta la sua posizione rispetto alla concorrenza, il proprio management, gli obiettivi e le strategie.

La preparazione è propedeutica alla fase istruttoria, durante la quale la Borsa Italiana e Consob valutano l' idoneità della società quotanda ad un listing pubblico e preparano il provvedimento di ammissione ed il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo , e a tutte le attività societarie necessarie alla quotazione , che includono tra le altre cose la convocazione del consiglio di amministrazione e, l'assemblea ordinaria e straordinaria chiamata a deliberare su materie quali l'approvazione del progetto di quotazione il bilancio e l'aumento del capitale sociale a servizio della quotazione degli adeguamenti statutari necessari.

La fase esecutiva si avvia con la pubblicazione della ricerca e dell'annuncio alla quotazione, denominato in ambito internazionale anche *intention to float* (ITF). . In concomitanza con la distribuzione della ricerca viene dato avvio alle attività di *investor education* il cui obiettivo primario consiste nella presentazione dell'opportunità di investimento alla comunità finanziaria composta da investitori ed operatori di mercato. Durante il periodo di educazione, noto anche come *pre marketing*, la cui durata è di circa due settimane, viene raccolto feedback sull'opportunità di investimento che contribuisce a definire una forchetta di prezzo utilizzata come guida nel periodo durante il quale il management promuoverà direttamente l'opportunità di investimento alla community finanziaria. Nel caso di un'offerta pubblica destinata al pubblico indistinto (pubblico *retail*) in Italia si è soliti fissare un prezzo massimo che può coincidere con la parte alta della forchetta di prezzo utilizzata per gli investitori istituzionali .

La pubblicazione del prospetto informativo rappresenta il documento ufficiale di marketing e vengono distribuiti all'inizio del *road show* una volta ottenuto il nulla osta alla pubblicazione da parte di Consob ed il provvedimento di ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana. Durante il *roadshow* il top management della società Quotanda partecipa ad una serie di incontri nei maggiori centri finanziari internazionali, in cui presenta se stesso e i dati chiave della società ai potenziali investitori. Un *roadshow* , il quale ha l'obiettivo di aumentare l'interesse per l'*investment case* della società , necessita di molte energie in termini soprattutto di tempo che il management deve essere disposto ad impiegare ; se ben organizzato, dà l'opportunità di incontrare gli investitori istituzionali e di esprimere le proprie capacità, dimostrando il proprio impegno a mantenere un contatto regolare con la comunità finanziaria e influenzando quindi positivamente il prezzo di offerta.

Il periodo di adesione all' offerta pubblica è parallelo a quello dell'offerta agli investitori istituzionali ed ha una durata variabile circa due settimane.

Durante la fase esecutiva al termine del periodo di marketing viene perfezionata la contrattualistica che regola i contratti di collocamento e garanzia per l'offerta pubblica ed il collocamento privato tra l'emittente, gli eventuali azionisti venditori e il responsabile del collocamento. Al termine del periodo di adesione all' offerta pubblica del collocamento privato, si svolge il processo di fissazione del prezzo definito di offerta e la contestuale pubblicazione della versione finale dei documenti rilevanti. Le azioni vengono consegnate al

pubblico indistinto e agli investitori in base alle richieste pervenute contro pagamento del prezzo. La fase esecutiva si conclude con l'inizio delle negoziazioni in borsa.

L'inizio dell' *aftermarket* coincide con la negoziazione dei titoli azionari e con l'attività di stabilizzazione ovvero quell' intervento diretto da parte del responsabile del collocamento concesso dalle autorità nel caso fosse necessario normalizzare il corso dei titoli per contrastare pressioni ribassiste che potrebbero far scendere i prezzi di negoziazione al di sotto del prezzo di offerta. Con la fine del periodo di stabilizzazione il titolo verrà scambiato liberamente e l'attenzione che il mercato gli dedicherà sarà funzione dell'attività di promozione dello sponsor e dell'attività di comunicazione e promozione sviluppata dalla società e dai professionisti che assistono in questo.

I potenziali investitori istituzionali comunicano al *book runner* l'ammontare dei titoli che intendono acquistare e il prezzo che intendono offrire e, sulla base degli ordini raccolti, viene fissato il prezzo e la quantità di offerta del collocamento. Il meccanismo del *book building* consente di determinare il prezzo più elevato al quale i titoli possono essere collocati agli investitori. In base ai risultati del *book building* si determina quindi il prezzo di collocamento per il lancio dell'OPV(S), in cui le azioni vengono assegnate ai membri del consorzio di collocamento, i quali si occuperanno dell'offerta al pubblico. Durante il primo giorno di negoziazioni ufficiali si determina il prezzo di mercato del titolo che costituisce un importante segnale dell'interesse degli operatori nei confronti dell'azienda.

Le controparti istituzionali preposte al controllo ed al funzionamento del mercato sono:

- a) Consob: La commissione nazionale per la società e la borsa è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia, la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano. Le funzioni della Consob estese a tutti gli aspetti rilevanti per l'efficiente tutela del risparmio riguardano i prodotti oggetto degli investimenti e i relativi emittenti, gli intermediari dei quali risparmiatori si avvalgono per effettuare tali investimenti e i mercati nei quali essi vengono realizzati.

Il controllo sui prodotti finanziari (azioni, obbligazioni, titoli di Stato) si realizza assicurando ai risparmiatori tutte le informazioni necessarie per effettuare e gestire i propri investimenti in modo consapevole

Il controllo sugli intermediari si realizza con l'emanazione di norme dirette a proteggere l'investitore da comportamenti scorretti che possano danneggiarlo

Il controllo sui mercati si realizza assicurando la massima efficienza delle contrattazioni per consentire all'investitore di negoziare agevolmente i prodotti finanziari; la qualità dei prezzi, che devono riflettere le effettive componenti del mercato; l'efficienza e la certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi

- b) Borsa Italiana si occupa dell'organizzazione, della gestione e del funzionamento dei mercati finanziari. A partire dal 1 Ottobre 2007 è parte del *London Stock Exchange*. Obiettivo principale di Borsa italiana è sviluppare i mercati e massimizzarne la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza. Le sue responsabilità principali riguardano: vigilare sul corretto svolgimento delle negoziazioni; definire i requisiti e le procedure di ammissione per gli intermediari e le società emittenti; gestire l'informativa delle società quotate.

Nel processo di approvazione è una controparte attiva nella fase di *due diligence* e , attraverso i documenti richiesti in fase istruttoria valuta la qualità di un candidato e la sostenibilità del modello di crescita.

- c) Monte titoli è un'impresa multifunzionale di post trading e gestione accentrata di strumenti finanziari. Costituita nel 1978, Monte Titoli offre un'ampia gamma di servizi di gestione accentrata, di liquidazione, di regolamentazione e accessori, attraverso procedure a elevato grado di automazione.

1.3 Costi e benefici

La decisione di andare in borsa è estremamente complessa, è opportuno fornire quindi una serie di riflessioni per mettere in luce i principali costi e benefici.

I costi diretti relativi all'IPO sono:

- Commissioni per il consorzio di collocamento e garanzia, definita anche "*Gross Spread*" , questa commissione viene corrisposta al consorzio di collocamento e garanzia per i servizi erogati nelle fasi di preparazione ed esecuzione. Rappresenta la parte più significativa dei costi diretti , essa si attestano tra il 3,6% e il 7% circa. La commissione può essere fissa (*flat fee*) oppure costituita da un elemento fisso ed uno variabile . Negli anni, si è potuta notare una compressione dei *Gross Spreads* ed un orientamento a soluzioni miste che sembra essere in grado di meglio allineare gli interessi degli attori in gioco e creare le basi affinché siano raggiunti gli obiettivi del progetto. La parte fissa quindi dovrebbe essere vista come elemento di remunerazione legato alla preparazione, mentre la parte variabile come elemento per creare competizione e premiare i migliori performers.
- Servizi professionali: la seconda componente di costi diretti per rilevanza è rappresentata dalla remunerazione di consulenti legali, società di revisione , altri consulenti , agenzie di relazioni pubbliche e periti, ove richiesti e/o necessari. Questi ultimi sono spesso coinvolti laddove vi siano necessità perizie tecnico-industriali come per esempio settori immobiliari. Negli ultimi anni è notevolmente incrementata l'importanza delle perizie ambientali e quindi la preparazione di dossier specifici che coprono tutti gli aspetti inerenti l'impatto ambientale e l'attività di impresa. E' molto difficile stimare il quantum di questa componente di costo. In termini assoluti potremmo dire che essi variano da qualche centinaia di migliaia di euro sino a raggiungere cifre consistenti di qualche milione per le offerte di maggiori dimensioni.
- Altri costi: sono costi relativi al mercato borsistico di riferimento, contributi all'organo di controllo, costi legati alla stampa e distribuzione di prospetti informativi ed infine costi legati al *roadshow*.

Dopo aver analizzato i singoli costi diretti che accompagnano il processo di IPO, è interessante prendere in considerazione anche i costi indiretti, in maniera tale da giungere a una consapevolezza completa ed esaustiva della convenienza di una IPO rispetto alle altre alternative per la raccolta di capitale.

In generale, gli investitori sono meno informati degli emittenti sul vero valore delle società che si quotano. Come evidenziato da Chemmanur e Fulghieri (1995), questo costo di selezione avversa è un ostacolo più serio alla quotazione di società giovani e piccole, che hanno poca visibilità, che per società vecchie e grandi. Quindi, in presenza di selezione avversa, la probabilità di andare in borsa dovrebbe essere positivamente correlata all'età e alle dimensioni dell'azienda.

Questa asimmetria informativa influisce fortemente sulla qualità media delle società che cercano una nuova quotazione, quindi sul prezzo al quale le loro azioni possono essere vendute; determina anche l'entità dell'*underpricing* necessario per venderle. L'*underpricing* risulta dalla pratica dei sottoscrittori di prezzare le nuove emissioni al di sotto dei loro valori di mercato; è un costo indiretto sostenuto dagli emittenti poiché rappresenta "denaro lasciato sul tavolo". Un' alto livello di *underpricing* può limitare il loro accesso ai mercati dei capitali. L'esistenza del fenomeno dell'*underpricing* nelle IPO sembra essere una caratteristica comune nella maggior parte dei mercati internazionali.

Gli investitori non informati, che non sono in grado di distinguere quali emissioni siano attraenti, sono esposti alla 'maledizione del vincitore' . Quando la nuova emissione è considerata attraente si verifica un eccesso di domanda, le banche sottoscrittrici non avranno azioni sufficienti e ciò comporta un'allocazione sfavorevole delle azioni di IPO. Le imprese e le banche sottoscrittrici ne sono consapevoli e hanno bisogno di accettare un certo livello di *underpricing* per attrarre gli investitori non informati. La maledizione del vincitore scomparirebbe se solo gli investitori sapessero il prezzo di mercato futuro delle azioni.

Da un iniziale momento di pianificazione fino al completamento e esecuzione finale dell'IPO intercorre un lasso di tempo abbastanza ampio (che può durare anche due anni in determinate situazioni); data questa evidenza è chiaro come un ulteriore costo indiretto sia rappresentato dal tempo che il management impiega nel processo e il proporzionale aumento di impegni connesso ad esso.

Un' ulteriore costo indiretto è rappresentato dalla necessità di trasparenza informativa che l'impresa coinvolta nell' IPO si impegna a mantenere nei confronti del mercato al fine di rendere qualsiasi potenziale investitore conscio sulle decisioni in merito al suo investimento azionario. Sono così esposte a uno stretto controllo da parte delle autorità fiscali, riducendo la loro possibilità di elusione ed evasione fiscale rispetto alle società private. Campbell (1979) è stato il primo a indicare la riservatezza come deterrente per ottenere finanziamenti nei mercati pubblici.¹²

Potrebbe risultare sconveniente per l'impresa trasferire pubblicamente le strategie aziendali, in particolare quelle che riguardano l'ambito finanziario e interessano direttamente gli azionisti. Gli stessi azionisti in una fase post-IPO costituiscono un peso per l'impresa, la quale deve necessariamente tener in considerazione le loro preferenze in ambito di ridefinizione del piano finanziario o distribuzione dei dividendi .

Ottenere l'accesso a una fonte di finanziamento alternativa alle banche è probabilmente uno dei benefici immediatamente ravvisabili. In questo modo si può superare uno dei problemi potenziali relativi ai prestiti bancari, ovvero il fatto che le banche possano ottenere benefici dalle loro informazioni privilegiate sul merito di credito dei loro clienti, richiedendo quindi un maggior costo del credito.

La quotazione in una borsa importante può agire come una pubblicità per la società, l'evidenza empirica infatti evidenzia come i prezzi delle azioni siano più alti quanto maggiore è il numero di investitori a conoscenza dei titoli della società (Merton ,1987).

La possibilità di attingere ai mercati pubblici per i fondi dovrebbe essere particolarmente attraente per le aziende con grandi investimenti attuali e futuri, un'elevata leva finanziaria e una crescita elevata. Tutti questi fattori dovrebbero essere correlati positivamente con la probabilità di una IPO.

¹² Pagano, Marco, Fabio Panetta, and Luigi Zingales. "Why do companies go public? An empirical analysis." *The journal of finance* 53.1 (1998): 27-64.

1.4 Clausole e opzioni

La maggior parte delle offerte pubbliche iniziali è caratterizzata dalla presenza di impegni temporanei assunti da alcune categorie di azionisti che prevedono l'inalienabilità della propria partecipazione azionaria, o di una parte di essa, per un certo arco di tempo.

Come evidenziato precedentemente, il processo di quotazione si conclude con la fase di *aftermarket*. Al termine di questo periodo le banche del consorzio di collocamento possono ricorrere a particolari clausole con l'intento di stabilizzare il prezzo dei titoli; tale finalità viene raggiunta nella maggioranza dei casi facendo ricorso alla clausola di *lock-up* o con l'opzione *green shoe*.

Con il termine *lock-up* si intende ogni forma di vincolo all'alienazione di titoli azionari alla quale sono soggette particolari figure di azionisti. I vincoli sulle azioni, e di conseguenza gli obblighi per i detentori, hanno incidenza diversa a seconda della natura delle clausole di *lock-up*, ma l'elemento caratterizzante rimane comunque il blocco della negoziabilità delle azioni.

La presenza delle clausole di *lock-up* è motivata dalle maggiori informazioni, circa il vero valore della società, di cui sono in possesso gli *insiders*. Una finalità delle clausole di *lock-up*, forse la principale, è quella di ridurre gli effetti negativi dell'asimmetria informativa, e quindi assicurare il mercato, e di conseguenza i potenziali investitori, che gli *insiders* continueranno a detenere, per un determinato lasso di tempo successivo alla fase di collocamento, una quota delle azioni. La clausola di *lock-up* deve essere necessariamente prevista nel prospetto informativo, il quale riveste un ruolo fondamentale nelle operazioni di raccolta di capitale, poiché ha l'obiettivo di rendere pubblico il maggior numero possibile di informazioni rilevanti sulla società.

In secondo luogo, le clausole di *lock-up* sono finalizzate ad evitare che gli *insiders* smobilizzino il proprio investimento inondando il mercato con vendite nei giorni immediatamente successivi alla quotazione; si tutelano, in questo modo, i sottoscrittori da eccessive cadute di prezzo e da un aumento dell'ammontare di azioni rispetto al flottante previsto dal prospetto informativo in circolazione sul mercato secondario.

Spostando l'attenzione dal punto di vista delle società, le clausole di *lock-up* assumono un altro ruolo. L'asimmetria informativa rappresenta un costo in quanto all'aumentare di questa si incrementa il premio per il rischio richiesto dagli investitori e questo si traduce in un minor prezzo dei titoli azionari al collocamento. Le Società Quotande devono, di conseguenza, fornire un segnale al mercato che contrasti il fenomeno dell'asimmetria informativa nella quale si trovano ad operare: gli accordi di *lock-up* giocano un ruolo rilevante nel processo di quotazione e sono uno strumento utilizzato dal management societario per comunicare la propria qualità (funzione di *signalling* delle clausole di *lock-up*)¹³.

L'opzione *green shoe*, nota anche come *over-allotment option*, è un'opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo

¹³ Bolamperti, Moreno. "Le clausole di "lock-up" nelle offerte pubbliche iniziali: motivazioni teoriche ed effetti empirici." *Banca Impresa Società* 22.1 (2003): 117-136

adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori.¹⁴ L'Opzione *green shoe*, che ha durata massima di 30 giorni, consente a un sottoscrittore di una nuova emissione di acquistare e rivendere azioni aggiuntive. Gli azionisti della società emittente, di conseguenza, perdono quote di partecipazione per l'aumento delle dimensioni dell'offerta. Tutto ciò è esercitato quindi per adeguarsi a una maggiore domanda da parte degli investitori istituzionali e presuppone la massima trasparenza, ragion per cui deve essere esplicitamente reso noto nel prospetto informativo.

Le «*claw back clauses*» sono clausole di derivazione anglosassone che consistono nella possibilità di obbligare il manager a restituire all'emittente tutti o parte dei premi percepiti nel caso in cui la performance, alla quale è legata la corresponsione degli stessi, risulti successivamente non veritiera. La richiesta può arrivare, per esempio, a fronte del fatto che il manager abbia in maniera volontaria e intenzionale falsato gli obiettivi.

Infine la clausola *bonus share* viene inserita per stimolare e incentivare gli investitori a sottoscrivere i titoli, offrendo in cambio il beneficio di ottenere, in maniera gratuita, un ammontare supplementare delle medesime azioni sottoscritte.

¹⁴ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenshoe.htm>

CAPITOLO 2

UNDERPRICING

2.1. Definizione e evoluzione del fenomeno

L'*underpricing* può essere definito come quel fenomeno che si verifica quando il prezzo finale dei titoli in IPO durante il primo giorno di negoziazione si posiziona sopra il suo valore all'atto del collocamento. Tradizionalmente si compie una prima distinzione tra *underpricing* semplice, in cui si ravvisa uno scostamento percentuale tra prezzi di collocamento e di negoziazione, e *underpricing* corretto, nel quale lo scostamento poc'anzi menzionato viene rettificato sulla base della variazione relativa registrata dall'indice di mercato di riferimento tra il giorno in cui è stato fissato il prezzo di collocamento e il primo giorno di negoziazione del titolo.

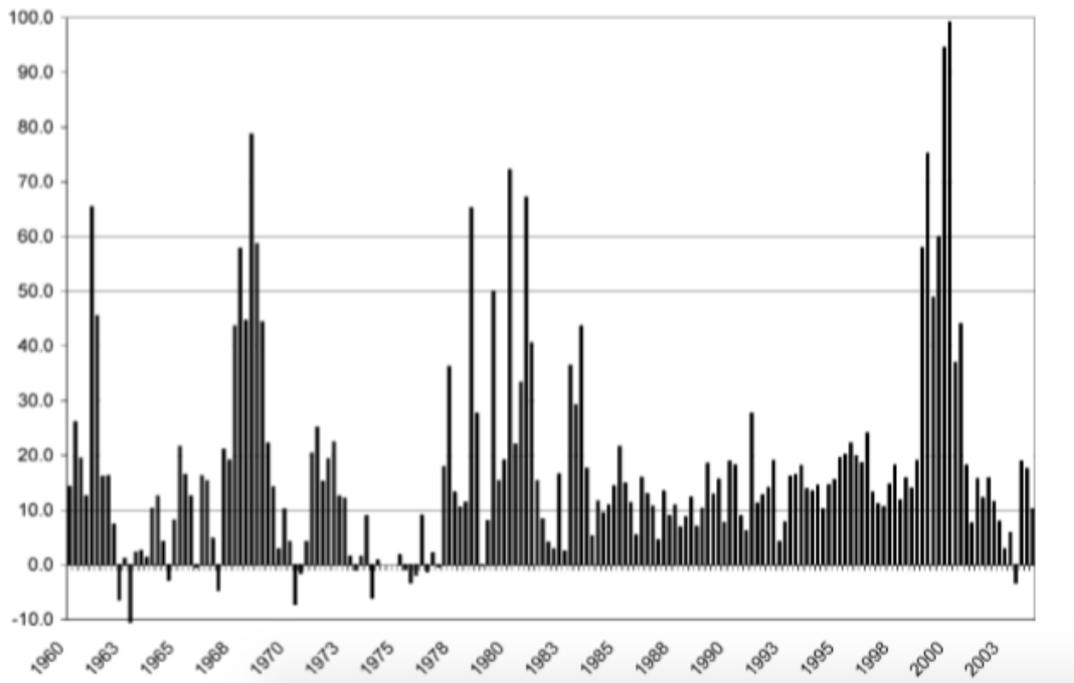
Al fine di identificare i possibili comportamenti degli attori coinvolti, è di rilevante importanza chiarire anche il significato economico del fenomeno. Per rispondere a tale finalità, Ritter nel 1984 ha definito l'*underpricing* come "money left on the table", ovvero la perdita di ricchezza subita dagli azionisti a causa del processo di quotazione. Questa è quantificata più precisamente come la differenza fra il prezzo di negoziazione *aftermarket* e il prezzo di offerta, moltiplicato per il numero di azioni vendute durante l'IPO. Il presupposto implicito di quest'equazione è che la domanda del mercato secondario sia anelastica rispetto al prezzo. Chiaramente, l'*underpricing* è costoso per i proprietari dell'azienda: le azioni vendute per conto proprio vengono emesse a un prezzo troppo basso, mentre il valore delle azioni mantenute in portafoglio post-IPO viene diluito. Tale perdita dipende ovviamente dall'entità dell'*underpricing* ed è direttamente proporzionale numero di azioni cedute, entrambe nuova e vecchia emissione, nel corso dell'operazione di una IPO.¹⁵

I primi autori che hanno investigato il fenomeno, in particolar modo Logue e Ibbotson, hanno ravvisato che quando le aziende divengono pubbliche affacciandosi all'*equity market*, le azioni vendute tendono a essere sotto prezzate nel primo giorno di negoziazione. Dagli anni '60 questo 'sconto' si è attestato in media intorno al 19% negli Stati Uniti. Questo dato fa riflettere in che misura le aziende siano consapevoli di lasciare una quantità non irrilevante di 'denaro sul tavolo'. L'*underpricing* ha avuto la tendenza a fluttuare molto negli anni, aggirandosi intorno al 21% alla fine degli anni '60, del 12% negli anni '70, del 16% negli anni '80, del 21% negli anni '90 e del ben 40% nei primi anni del ventunesimo secolo (questo dato

¹⁵ Tasca, Roberto. "Riflessioni in tema di" underpricing". *Analisi Giuridica dell'Economia* 1.1 (2002): 189-200.

non deve sorprenderci poiché riflette in gran parte la scia del boom di internet e del settore *high tech* registratosi alla fine degli anni 90).

FIGURA 2 : L'UNDERPRICING NEI VARI PAESI



La figura fornisce i dati relativi all'*underpricing* in una serie di paesi. Gli Stati Uniti presentano il mercato di IPO più attivo, grazie all'elevato numero di società che decidono di avviarsi verso la quotazione in borsa e per via dell'ammontare complessivo del capitale raccolto in questa fase di prima quotazione. Considerando intervalli di tempo lunghi, l'*underpricing* statunitense si attesta tra il 10 e il 20%, ma vi è un sostanziale grado di variazioni e fluttuazioni nel tempo. Si riscontrano periodi anomali in cui la media delle IPO è sopravvalutata e periodo in cui ondate di società si quotano in borsa registrando uno scostamento sostanziale rispetto al valore di scambio sull'*aftermarket*.

Un'ulteriore anomalia che coinvolge le IPO è il cosiddetto fenomeno dell'*hot issue markets*, ovvero la presenza di una ciclicità nel livello di *underpricing* e volume di IPO. Jay R. Ritter ha individuato 4 periodi durante il 1960-82 in cui i rendimenti iniziali medi mensili sulle

nuove emissioni sono stati estremamente alti per periodi prolungati.¹⁶ Ognuno di questi periodi di mercato è stato seguito da un grande e prolungato aumento del volume delle offerte pubbliche iniziali. Durante il periodo di 15 mesi iniziato nel Gennaio del 1980, il rendimento medio dell'offerta pubblica iniziale di azioni ordinarie acquistate al prezzo di offerta e vendute al prezzo di chiusura dell'offerta nel primo giorno di negoziazione pubblica è stato del 48,4%. Tale dato è da confrontare con un rendimento medio delle offerte pubbliche iniziali del 16,3% durante il resto del periodo di 6 anni 1977-82.

Perché si verificano queste anomalie? Ritter nel spiegare il fenomeno sviluppa un'applicazione del modello di Rock (1982) della sottovalutazione delle offerte pubbliche iniziali.

Il modello di Rock implica che le aziende più rischiose dovrebbero avere rendimenti iniziali medi più alti delle aziende più facili da valutare. Questo fornisce una possibile spiegazione per l'esistenza di mercati 'hot issue', individuando una correlazione fra rendimenti iniziali medi e la composizione del rischio delle aziende. Il modello di Rock è illustrato mostrando una relazione positiva tra rischio e rendimento iniziale. Un mercato 'hot issue' si verifica se, durante un dato periodo di tempo, una grande proporzione delle aziende che si quotano in borsa hanno un rischio elevato. Un mercato 'cold issue' si verifica se gran parte delle aziende hanno un rischio contenuto.

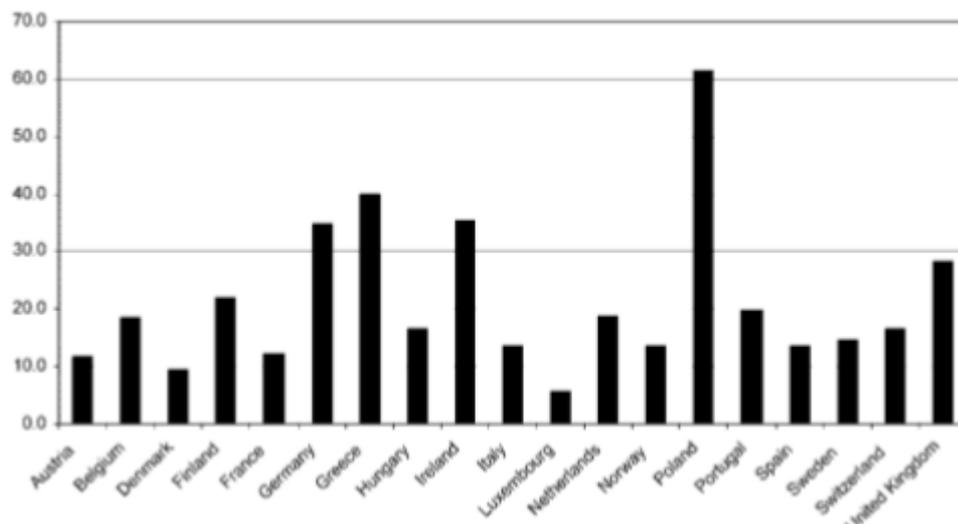
Ritter nel portare avanti il modello proposto prende in considerazione le teorie di Jbbotson e Jaffe (1975), i quali definiscono questi mercati come periodi in cui la performance media del primo mese (o performance *aftermarket*) delle nuove emissioni è alta in maniera anomala. La loro teoria può essere infatti riassunta in questa definizione, poiché sostengono che l'*underpricing* sarebbe legato a periodi di euforia del mercato, in cui il prezzo dei titoli si discosta nettamente dall'iniziale prezzo di offerta.

Gli autori mettono in luce come gli investitori possano essere in grado di concentrare i loro acquisti nei mesi in cui i nuovi rendimenti di emissione dovrebbero essere positivi. Tali periodi 'hot issue' permettono di prevedere i rendimenti delle IPO future basandosi sulle performances delle IPO precedenti.

Tra il 1990 e 2000 le IPO in media sono state sottovalutate rispettivamente del 71% e del 57%. Gli emittenti statunitensi in termini di dollari hanno 'lasciato sul tavolo' un valore complessivo pari a 62 miliardi solo in questo decennio. E' sorprendente come gli emittenti nonostante ciò abbiano esercitato così poca pressione sui sottoscrittori per cercare di mitigare l'incidenza negativa del fenomeno.

¹⁶ Ritter, Jay R. "The" hot issue" market of 1980." *Journal of Business* (1984): 215-240.

FIGURA 3 : RENDIMENTI INIZIALI IPO 1900-2003¹⁷



La figura riporta la media ponderata dei rendimenti iniziali delle IPO registratesi in Europa dal 1990 al 2003. I dati si riferiscono a un campione di 19 paesi. I prezzi di negoziazione dell'*aftermarket* sono misurati il primo giorno di negoziazione, fatta eccezione di Francia e Grecia, in cui sono misurati il quinto giorno di negoziazione. In virtù delle quotazione incrociate, alcune società decidono di quotarsi al di fuori del loro paese d'origine. Tra il 1990 e il 2003, 4079 IPO sono state completate nei 19 paesi, suddivise come segue: Austria (83), Belgio (102), Danimarca (69), Finlandia (70), Francia (679), Germania (583), Grecia (301), Ungheria (54), Irlanda (22), Italia (158), Lussemburgo (5), Olanda (77), Norvegia (167), Polonia (214), Portogallo (33), Spagna (47), Svezia (180), Svizzera (68), e Regno Unito (1.167).

Sono state presentate diverse teorie, formulate soprattutto a cavallo degli anni 80-90, che tentano di dare una spiegazione ragionevole sul perché le azioni di IPO fossero sotto prezzate. Per comprendere il fenomeno verranno esplicitate in questo capitolo: teorie che invocano l'asimmetria informativa, ragioni istituzionali, considerazioni in merito al controllo proprietario, approcci basati sulla finanza comportamentale e l'irrazionalità degli investitori.

2.2. Teorie basate sull'asimmetria informativa

LA ' MALEDIZIONE DEL VINCITORE '

Per quanto riguarda la prima categoria, il modello di Rock (1986) è esemplificativo nel sostenere l'ipotesi. Il modello proposto dal teorico è un'applicazione degli studi del celeberrimo Akerlof(1970) sul 'mercato dei limoni'. Gli investitori sono categorizzati in due tipologie: informati e non informati. Un problema di *adverse selection* si verifica nel momento

¹⁷ Eckbo, B. Espen, ed. *Handbook of empirical corporate finance set*. Elsevier, 2008.

in cui, ex ante l'adesione all'offerta, vi sono investitori che dispongono di maggiore capitale informativo in competizione con investitori meno informati. Si possono profilare due possibili ipotesi: nel caso in cui il prezzo dell'offerta risulti inferiore al valore atteso delle azioni gli investitori meno informati saranno in numero limitato, mentre qualora, nella situazione diametralmente opposta, il prezzo risulti essere maggiore del valore atteso delle azioni gli investitori meno informati otterranno tutte le azioni richieste. Affrontano una 'maledizione del vincitore' poiché se ottengono tutte le azioni che richiedono è perché gli investitori informati non sono interessati ad acquistarle.¹⁸

Gli investitori meno informati tendono ad anticipare e prevenire il rischio che il loro rendimento atteso possa essere negativo, ragion per cui l'emittente sarà costretto a fissare un prezzo di collocamento sistematicamente più basso del valore delle azioni per incentivarli ad aderire all'offerta. Risulta chiaro quindi che in queste condizioni l'*underpricing* rappresenti quasi un compenso richiesto degli investitori meno informati per aderire all'offerta.

Il modello di Rock richiede un ultimo presupposto per essere formalizzato. Le aziende che cercano di quotarsi in borsa traggono benefici dall'*underpricing*, per assicurarsi la partecipazione al mercato delle IPO da parte degli investitori meno informati. Rock ritiene che il mercato primario dipenda dalla costante partecipazione di investitori non informati, nella misura in cui la domanda di investitori informati risulta insufficiente a catturare tutte le azioni emesse, anche in caso di offerte interessanti.

Il centro focale della teoria della 'maledizione del vincitore' è il concetto che se, adeguatamente aggiustato per il razionamento, i rendimenti anomali degli investitori, in media, sono pari a zero, ovvero appena sufficienti a garantire la loro costante partecipazione al mercato. Lo studio di Koh e Walter (1989) effettuato in Singapore, mette in evidenza come durante gli anni 70 e 80 le IPO sottoscritte in eccesso furono assegnate casualmente. Due investitori che portavano avanti offerte per un egual numero di azioni, ad esempio, riscontravano la medesima probabilità di assegnazione delle stesse. Usufruento dei dati relativi a 66 IPO, Koh e Walter, dimostrano come la probabilità di ricevere un'allocazione era inversamente correlata al livello di *underpricing* e che la media dei rendimenti iniziali medi, quando vengono apportati aggiustamenti per il razionamento, scende bruscamente dal 27% all'1%¹⁹. Levis (1990) conduce un'analisi simile avendo però a campione le imprese operanti nel Regno Unito. Il livello medio di *underpricing* per le 123 IPO del campione è dell'8,6%. Anche qui si giunge a simili considerazioni in merito ai rendimenti iniziali medi dei piccoli investitori, i quali si riducono sensibilmente in seguito al razionamento, ma non giungono fino allo zero.

Groosman(1976) ha dimostrato che se una classe di investitori ha informazioni superiori circa il valore di un *asset*, le informazioni possono essere ottenute da chiunque a partire dal prezzo di equilibrio. Tale risultato determina un paradosso, difatti se chiunque può ottenere 'gratuitamente' informazioni private a partire dal prezzo di equilibrio, nessuno è disposto a pagare per ottenere tali informazioni. Tuttavia, se nessuno raccoglie informazioni, il prezzo non ne rivela nessuna, ed emerge un incentivo ad acquisirla

¹⁸ Rock, Kevin. "Why new issues are underpriced." *Journal of financial economics* 15.1-2 (1986): 187-212.

¹⁹ Koh, Francis, and Terry Walter. "A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues." *Journal of Financial Economics* 23.2 (1989): 251-272.

Nel modello di Rock, a parità di altre condizioni, tante più sono le informazioni qualitative che vengono messe a disposizione al pubblico degli investitori minore è l'*underpricing* applicato per incentivare l'adesione all'offerta. In questo contesto la qualità e l'accortezza con cui viene redatto il prospetto informativo gioca un ruolo chiave. L'impresa ha la possibilità di mitigare *ex ante* l'incertezza circa la corretta valutazione dei propri titoli, diffondendo al pubblico un elevato quantitativo di informazioni sulle proprie aspettative di crescita, situazione finanziaria e posizionamento commerciale. Infine la qualità del prospetto può essere assunta anche come una 'proxy' della qualità del management dell'impresa, della sua propensione verso una apertura sul mercato e di una cultura finanziaria molto evoluta.²⁰

MODELLO PRINCIPALE- AGENTE

La teoria basata sul conflitto di interesse potenziale che sussiste fra emittente e *underwriter*, analizza come quest'ultimo sia incentivato nel fissare un prezzo di collocamento basso per ridurre al minimo i costi nella fase di marketing. L'emittente, invece, è interessato alla massimizzazione del ricavato generato dal collocamento. Entrambi possono mettere in atto comportamenti opportunistici nei confronti della controparte. Innanzitutto, durante l'attività di marketing, l'*underwriter* entra in possesso di migliori informazioni circa la domanda potenziale e lo stato di mercato, alle quali l'emittente non ha facile accesso. L'emittente, inoltre, non può osservare l'impegno dell'*underwriter* nell'attività di marketing e distribuzione di azioni (*moral hazard*). Analizzando anche l'altra faccia della medaglia, l'emittente, per segnalare in maniera credibile la qualità dell'impresa, si fa gioco dell'*underwriter* come certificatore del prezzo di collocamento. L'*underwriter* deve investire in informazioni per essere in grado di fissare un prezzo di collocamento veritiero e che rifletta il valore effettivo dell'impresa; qualora non lo facesse, comportandosi in maniera opportunistica, aumenterebbe il suo profitto di breve periodo, ma ne perderebbe in termini di capitale reputazionale. L'esigenza di mantenere integra la propria reputazione, per non vedersi diminuire la quota di mercato nei collocamenti successivi, e continuare a essere considerato un *underwriter* 'affidabile', costituisce una garanzia del fatto che avrà scarsi incentivi a comportarsi in maniera opportunistica. *Underwriters* di prestigio sono di solito associati a offerte meno rischiose le quali di per sé non forniscono sufficienti incentivi ad acquistare informazioni circa il valore dell'impresa e, quindi, attraggono meno investitori in possesso di informazioni superiori (Beatty e Ritter 1986). *Underwriters* di qualità dovrebbero essere associati ad emissioni con livelli di *underpricing* contenuti e, dato il rischio minore, dovrebbero richiedere commissioni più basse. La variabile 'qualità del prospetto' anche in questa situazione gioca un ruolo molto importante e sembra essere direttamente correlata alla qualità dell'intermediario²¹. E' ragionevole aspettarsi che un *underwriter* competente e interessato a preservare la sua reputazione richieda all'emittente un prospetto esauriente e chiaro.

In linea di principio gli emittenti possono mitigare i conflitti di agenzia in due modi: monitorare gli sforzi di vendita della banca d'investimento, oppure rimodulare il contratto aggiungendo clausole che possano rendere il compenso funzione crescente del prezzo di offerta. Ljungqvist e Wilhelm (2003) forniscono prove coerenti con il monitoraggio e la contrattazione negli Stati Uniti nella seconda metà degli anni Novanta. Mostrano che i

²⁰ Fabrizio, Stefano. "L'underpricing" degli Ipo italiani: il ruolo degli "underwriters", dei prospetti informativi e degli analisti." *Banca Impresa Società* 18.3 (1999): 369-412.

²¹ Fabrizio, Stefano. "L'underpricing" degli Ipo italiani: il ruolo degli "underwriters", dei prospetti informativi e degli analisti." *Banca Impresa Società* 18.3 (1999): 369-412.

rendimenti del primo giorno sono più bassi quanto maggiori sono gli incentivi di monitoraggio dell'azienda emittente. Gli incentivi di monitoraggio sono assunti per aumentare il livello di proprietà azionaria dell'emittente in questione e il quantitativo di azioni personali che vende al momento dell'IPO. Le scelte contrattuali della società emittente influenzano il comportamento nella determinazione del prezzo da parte degli *underwriters*. Ljungqvist (2003) analizza il ruolo dei compensi dei sottoscrittori nel mitigare i conflitti d'interesse tra le società che si quotano e le banche d'investimento. Rendere il compenso della banca più sensibile alla valutazione dell'emittente dovrebbe ridurre i conflitti di agenzia e quindi l'*underpricing*. Ljungqvist mostra, riportando i dati relativi a un ampio campione di IPO britanniche portate a termine tra il 1991 e il 2002, che contrattare con commissioni più alte comporta rendimenti iniziali significativamente più bassi.

Una potenziale contraddizione alla teoria dei costi di agenzia viene riportata dagli autori Muscarella and Vetsuypens (1989)²². I due teorici hanno preso ad esame il livello di *underpricing* nelle IPO in contesti in cui i conflitti d'interesse sono ridotti al minimo. Studiano una serie di 38 IPO di banche d'investimento auto sottoscritte negli anni '70 e '80. Emittente e sottoscrittore ricoprono il medesimo ruolo e, conseguentemente, non vi può essere alcun costo di agenzia. Sorprendentemente il campione analizzato raggiunge un grado di *underpricing* pari a quello di altre IPO effettuate in condizioni normali.

TEORIE SULLA SEGNALAZIONE

L'ultimo modello proposto per esaurire il filone delle teorie basate sull'asimmetria informativa inverte l'assunzione di Rock circa l'asimmetria informativa tra le aziende emittenti e gli investitori. Se le aziende sono in possesso di informazioni migliori sul valore attuale o sul rischio dei loro futuri flussi di cassa, rispetto agli investitori, l'*underpricing* può essere usato per segnalare il reale valore dell'azienda. E' chiaramente una mossa azzardata e costosa, ma se ha successo, può permettere all'emittente di vendere le azioni a condizioni migliori in futuro.

Allen e Faulhaber (1989) nel loro modello evidenziano come l'*underpricing* venga usato dalle imprese come strumento di segnalazione; si genera poiché le imprese con maggiori prospettive di profittabilità tentano di segnalare la loro qualità attraverso un prezzo di collocamento più basso²³. Le IPO sono sotto-prezzate al fine di consentire successivi collocamenti a prezzi più favorevoli. Le nuove emissioni sotto-prezzate "leave a good taste in investor's mouths", dando l'opportunità agli *insider* di vendere le offerte future a un prezzo più alto di quello che risulterebbe in realtà. Allen e Faulhaber evidenziano come le imprese abbiano informazioni, circa la qualità dei loro progetti d'investimento, non accessibili da parte degli investitori esterni.

Solo le imprese che si trovano in buone condizioni e vantano uno stato di salute efficiente possono permettersi di recuperare il costo dell'*underpricing* attraverso collocamenti successivi a prezzi più favorevoli. L'incertezza sulla qualità delle imprese non viene risolta nel momento in cui avviene il secondo collocamento dopo l'IPO, ma perdura fino alla liquidazione. Tuttavia, nel momento in cui avviene il secondo collocamento, le imprese di

²² Muscarella, Chris J., and Michael R. Vetsuypens. "A simple test of Baron's model of IPO underpricing." *Journal of financial Economics* 24.1 (1989): 125-135.

²³ Allen, Franklin, and Gerald R. Faulhaber. "Signalling by underpricing in the IPO market." *Journal of financial Economics* 23.2 (1989): 303-323.

elevata qualità avranno maggiori probabilità di essere valutate come imprese ‘ buone ’ da parte degli investitori²⁴.

Supponiamo che vi siano due tipi di aziende, di alta e bassa qualità, che sembrano indistinguibili agli occhi degli investitori. Le imprese raccolgono dotazioni di capitale in due fasi , attraverso un IPO e in un momento successivo. Le imprese che denotano un’elevata qualità sono incentivate a segnalare in modo credibile , al fine di raccogliere capitale a condizioni vantaggiose, agendo al ribasso sul prezzo di emissione. Le imprese di bassa qualità sono portate ad imitare le azioni delle imprese di maggiori qualità. Con una certa probabilità la vera tipologia di azienda viene rilevata agli investitori prima della fase di finanziamento post-IPO. Ciò espone gli emittenti di bassa qualità al rischio che qualsiasi tentativo di ‘imbroglio’ possa essere rilevato prima che traggano beneficio dall’ imitazione della segnalazione. Questo è ciò che determina la separazione tra le due tipologie di imprese . Le considerazioni riportate hanno come assunzione la condizione che il rischio di essere scoperti e la riduzione implicita dei proventi di IPO siano sufficientemente grandi da dissuadere le imprese di bassa qualità dall’imitare quelle di alta qualità. Quest’ultima tipologia di imprese può influenzare le convinzioni degli investitori sul valore delle attività, lasciando volontariamente del ‘ denaro sul tavolo ’, che verrà recuperato successivamente. Le aziende di bassa qualità non operano nel medesimo modo e si astengono dall’effettuare queste tecniche di segnalazione sotto-prezzando il valore delle azioni, poiché il rischio di essere scoperti implica che potrebbero non essere in grado di recuperare il costo di segnalazione in seguito²⁵.

Spiess e Pettway(1997) aggiungono un’osservazione interessante alla letteratura empirica sui modelli di segnalazione delle IPO²⁶. Evidenziano un comportamento incoerente con la logica dei modelli di segnalazione da parte degli *insider*. Nei loro studi pongono attenzione sul fatto che gli azionisti in fase pre-IPO vendano più della metà delle azioni personali a disposizione. Questa vendita sostanziosa da parte degli *insider* non è meno frequente tra le aziende maggiormente sotto-prezzate. Ciò suggerisce che gli *insider* delle aziende di elevata qualità non si aspettano di realizzare il beneficio che scaturisce dal loro ‘segnale’ di sottoprezzo, ritardando la vendita di azioni personali.

2.3. Teorie istituzionali

Questo capitolo si sofferma sulle teorie istituzionali per comprendere le motivazioni dell’ *underpricing* nelle IPO. Saranno tre i modelli teorici presi in considerazione. L’idea di base del primo approccio istituzionale proposto è che le società vendano in maniera consapevole le loro azioni sotto-prezzate per ridurre la probabilità di incorrere in cause legali future dagli azionisti non soddisfatti della performance post-IPO dell’impresa. Nonostante si tratti di un fenomeno globale, tali teorie hanno come presupposto la frequente litigiosità degli investitori americani in materia, e si configurano quindi come spiegazioni fortemente USA centriche. Il

²⁴ Fabrizio, Stefano. "L' underpricing" degli lpo italiani: il ruolo degli" underwriters", dei prospetti informativi e degli analisti." *Banca Impresa Società* 18.3 (1999): 369-412.

²⁵ Eckbo, B. Espen, ed. *Handbook of empirical corporate finance set*. Elsevier, 2008.

²⁶ Spiess, D. Katherine, and Richard H. Pettway. "The IPO and first seasoned equity sale: Issue proceeds, owner/managers' wealth, and the underpricing signal." *Journal of Banking & Finance* 21.7 (1997): 967-988.

secondo approccio istituzionale si basa sulla pratica della stabilizzazione dei prezzi, inteso come servizio offerto dagli *underwriters* per ridurre gli effetti di caduta di prezzo del titolo nell' *aftermarket*. Tale manipolazione dei prezzi statisticamente determina maggiori rendimenti iniziali e concretamente si riscontrano un minor numero di *overpricing*. Il terzo approccio istituzionale si focalizza sui vantaggi fiscali nell'*underpricing*, in relazione a un potenziale *trade-off* tra benefici fiscali e costi.

LITIGATION RISKS THEORIES

Teoria applicabile sostanzialmente ai paesi in cui è presente la *class action* e vi è un'elevata tutela degli azionisti di minoranza, come gli Stati Uniti.

I *Securities Acts* del 1933 e del 1934 conferiscono agli investitori il diritto di portare avanti una causa legale contro falsità sostanziali in sede di IPO o omissioni nel prospetto. L'*underpricing* si configura come uno strumento su cui fanno leva le imprese per scoraggiare l'ipotesi di essere coinvolte in cause legali. Un rischio alquanto reale poiché dal 1988 al 1995 il 6% delle imprese statunitensi sono state coinvolte in contenziosi, registrando una perdita del 13 % dei guadagni ottenuti in fase di IPO. (Lowry and Shu 2002)

Tinic(1988) è il principale esponente di questo filone teorico . La sua opinione si fonda sul presupposto che l'*underpricing* possa rappresentare un ottimo mezzo di difesa per ridurre i costi di *litigation risks*. Le cause legali rappresentano un costo incredibilmente elevato e da non sottovalutare per la controparte coinvolta nel contenzioso. Non solo danni diretti , quali spese legali , ma soprattutto indiretti , in termini di danneggiamento del capitale reputazionale. In questo contesto l'*underpricing* si configura quindi come un 'male necessario' per l'impresa. Ricopre una duplice finalità per tutelare i soggetti coinvolti. L'emittente viene scongiurato dal rischio di un aumento spropositato del costo del capitale aziendale in sede di successive fasi di collocamento, in virtù dell'aumento di rischiosità a cui viene associato. L'*underwriter* è anch'esso tutelato in termini di capitale reputazionale, preservando il prestigio dello stesso nei confronti dei clienti futuri.

Hughes e Thakor evidenziano l'esistenza di un *trade off* che fronteggiano le imprese in sede di IPO e che influenza le loro decisioni. Da un lato la minimizzazione della probabilità di controversie, dall'altro la massimizzazione dei proventi lordi dall'IPO. I teorici assumono che il prezzo di offerta sia direttamente proporzionale alle probabilità di controversie: più un'emissione risulta sopravvalutata più è facile che si verifichi una causa legale futura, lesiva per la società²⁷. Inoltre sostengono la tesi che l'*underpricing* possa ridurre non solo la probabilità in sé del verificarsi dell'evento sfavorevole, ma anche del pagamento dei danni concessi in caso di sentenza avversa. Un intenzionale sotto-apprezzamento delle emissioni di prima quotazione, perciò, diminuirebbe la probabilità di essere citati in giudizio o ridurrebbe quantomeno il pagamento dei danni agli investitori in caso di sentenza sfavorevole , cosa che un *offering price* troppo elevato non sarebbe in grado di scongiurare. Forniscono prove, basandosi su dati empirici, che mostrano come all' aumentare della differenza tra il prezzo di offerta e il successivo prezzo di negoziazione possano aumentare i costi dei danni legali da sostenere in contenzioni regolati dalla sezione 11 del *securities act* del 1993. L'*underpricing*,

²⁷ Hughes, Patricia J., and Anjan V. Thakor. "Litigation risk, intermediation, and the underpricing of initial public offerings." *The Review of Financial Studies* 5.4 (1992): 709-742.

riducendo il flusso di pagamento dei danni attesi , indirettamente scoraggia gli avvocati di *class action* nell' intraprendere una causa.

Tinic prendendo a campione 70 IPO realizzate tra il 1923 e il 1930 e 134 IPO tra il 1966 e 1971, confronta i livelli medi di *underpricing* tra i due gruppi²⁸. Come prevedibile , l'*underpricing* si attesta su livelli inferiori per le IPO realizzate prima del *Securities act* del 1933 , ma la differenza non è così considerevole . Il livello di *underpricing* si attesta intorno al 5,2 % per quelle realizzate tra il 1923-1930 contro l'11,1% di quelle riconducibili al periodo 1966-1971. Prima dell'atto del 1933 il principio del ' *caveat emptor*' proteggeva gli emittenti e le banche d'investimento dal rischio di controversie e quindi l'*underpricing* non assumeva un ruolo chiave in qualità di strumento di prevenzione. Dopo il 1933, il rischio di contenziosi legali frequenti, avrebbe influenzato maggiormente le banche d'investimento nella decisione di sottovalutare il prezzo delle azioni emesse. Inoltre è ampiamente documentato come l'*underpricing* sia un fenomeno ciclico e soggetto a fluttuazioni anomale, ragion per cui i risultati dello studio empirico di Tinic potrebbero essere corroborati dalla scarsa considerazione di altri fattori, non correlati esclusivamente all' aumento dei costi di rischio di cause legali. Ad esempio Drake e Vetsuypens(1993) mostrano che i rendimenti iniziali medi delle IPO completate fra il 1972 e il 1977(6 anni successivi al campione di Tinic), fossero effettivamente inferiori rispetto a quelli del 1923-1930.

Tinic ,inoltre, riporta che *underwriters* con una reputazione migliore sono associati a minori livelli di *underpricing* , ciò per quanto riguarda le imprese sottoposte ad analisi nei periodi successivi al 1933. Tale assunzione è in linea con l'ipotesi che gli sforzi maggiori dell'impresa in fase di *due diligence* riducano la necessità di impiegare un *underwriter* con un elevato grado di esperienza, come forma di protezione contro le cause legali.

Drake e Vetsuypens(1993), intraprendendo una strada opposta , indagano sul legame negativo previsto tra l'*underpricing* e la probabilità di controversie. Studiano un campione di 186 IPO , metà delle quali citate in giudizio. Le imprese analizzate sono abbinate per anno di IPO, dimensione dell'offerta e prestigio del sottoscrittore. Emerge, in contraddizione con i dati empirici sopra-menzionati, come le aziende sottovalutate siano citate in giudizio più frequentemente di quelle sopravvalutate. Lowry e Shu(2002) sostengono che un tale confronto ex post non sia sufficientemente efficace a dare spiegazioni ragionevoli del fenomeno , perché non considera realmente la probabilità di essere citati in giudizio. L'analisi empirica del legame sussistente tra *underpricing* e probabilità di controversie deve prestare attenzione a un problema non ancora menzionato: il problema di simultaneità. Le aziende fanno ricorso all'*underpricing* per scoraggiare il verificarsi di controversie , ma il grado di *underpricing* scelto dipende indissolubilmente dalla probabilità del verificarsi di suddette cause legali. Spiegandosi meglio, un maggiore *underpricing* riduce il rischio di controversie , ma un maggior rischio di controversie richiede un maggiore *underpricing*.

PRICE STABILIZATION THEORIES

La stabilizzazione è la pratica di comprare un gran numero di azioni nell' *aftermarket*, attraverso operazioni di buyback azionario, nel tentativo di evitare che il prezzo scenda al di sotto di un certo valore. Ruud(1993) sostiene che la pratica di stabilizzazione ,da parte degli *underwriters*, porti a rendimenti iniziali medi che sono sostanzialmente sovrastimati e che

²⁸ Tinic, Seha M. "Anatomy of initial public offerings of common stock." *The Journal of Finance* 43.4 (1988): 789-822.

in realtà le IPO non fossero sotto-prezzate in maniera intenzionale . Ruud muovendo la sua analisi a partire da considerazioni statistiche, in cui emerge una distribuzione simmetrica intorno a valori nulli piuttosto che positivi dell' *underpricing return*, evidenzia come in realtà il fenomeno fosse una diretta conseguenza delle pratiche di stabilizzazione sovra citate.²⁹

Essa sosteneva che i dati osservabili non riflettessero i veri rendimenti iniziali , bensì fossero il risultato diretto dell' intervento stabilizzatore dell'*underwriter* nell'*aftermarket*. Contestava quindi che i valori non esprimessero i veritieri ed effetti rendimenti , ma fossero condizionati dalla 'mano' dei sottoscrittori nel mercato secondario. Tale forzatura determinava ,dal punto di vista statistico, l'eliminazione della curva sinistra della distribuzione iniziale dei rendimenti (quella dei rendimenti negativi) dando un'apparenza falsata e particolarmente positiva degli *IPO returns*.

L'evidenza diretta, tuttavia, non supporta l'ipotesi di Ruud .Utilizzando un campione di 510 IPO del 1982-83, Miller & Reilly [1987] riportano che il 30% del campione ha rendimenti giornalieri non positivi aggiustati per il mercato. Queste emissioni sotto-performano in media del 3,9% durante le successive quattro settimane, mentre il restante 70% delle emissioni sovra-performano il mercato dell'1%. Dato che il rendimento iniziale medio per il campione è del 9,9%, l'effetto delle attività di stabilizzazione è di diminuire il rendimento iniziale medio a circa il 9%. Stando a ciò si evince come in realtà la pratica di *price stabilization* fosse in realtà una strategia per ridurre l'*underpricing* e non il contrario.

Perché i sottoscrittori dovrebbero stabilizzare i prezzi? I lavori teorici in materia hanno sottolineato il ruolo di questa pratica nell' allineare gli interessi dei sottoscrittori e degli investitori. Gli *underwriters* ottengono una serie di vantaggi nel fissare il prezzo di offerta al di sopra del *fair value* , poiché ciò permetterebbe loro di lucrare sull' aumento dei proventi lordi (le commissioni dell' *underwriter* aumentano proporzionalmente a quest'ultime). Imporre in fase di *aftermarket* la stabilizzazione dei prezzi , garantiva che questi non adottassero comportamenti opportunistici in fase di *price setting*. Supportare il prezzo delle azioni avrebbe necessariamente impedito che la differenza tra il prezzo di collocamento e l'effettivo *market value* diventasse considerevole , per il semplice fatto che ciò risulterebbe estremamente costoso e controproducente per gli stessi in un secondo momento (essendo vincolati a impedire una caduta del prezzo).

TAX ARGUMENTS

L'*underpricing* può essere sorprendentemente vantaggioso da un punto di vista fiscale. Nel contesto delle IPO svedesi Rydqvist (1997) indaga su questa possibilità³⁰. Prima del 1990, la Svezia tassava maggiormente il reddito derivante dal lavoro, rispetto alle plusvalenze. Ciò determinava un incentivo nel remunerare le prestazioni lavorative degli impiegati attraverso l'assegnazione di *appreciating assets*, tra i quali rientrano le azioni sotto-prezzate, piuttosto che fornire loro il classico salario. Le azioni sotto-prezzate venivano fornite dall'impresa ai dipendenti in fase di IPO. Nel 1990 le autorità sottoposte alla regolamentazione del regime fiscale svedese, hanno reso i guadagni legati all'*underpricing* ugualmente soggetti all'imposta del reddito, disincentivando la pratica ormai largamente diffusa di assegnare le azioni sotto-

²⁹ Ruud, Judith S. "Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle." *Journal of Financial Economics* 34.2 (1993): 135-151.

³⁰ Rydqvist, Kristian. "IPO underpricing as tax-efficient compensation." *Journal of Banking & Finance* 21.3 (1997): 295-313.

prezzate ai dipendenti. In seguito all'attuazione di tale manovre regolamentative, l'*underpricing* è sceso da una media del 41% nel 1980-1989 all' 8% nel 1990-1994.

Una simile argomentazione è riportata da Taranto(2003)³¹. Una falla normativa delle leggi fiscali statunitensi accresceva l'incentivo dei dirigenti nel sotto-prezzare le IPO della loro società. La legge fiscale statunitense considera il *fair market value* per le opzioni esercitate in concomitanza con un IPO come approssimazione del prezzo dell'offerta, piuttosto che considerare il prezzo prevalente nel mercato al momento dell'avvio delle negoziazioni.

I possessori di *stock option* provvedono al pagamento delle imposte sulle stesse in due fasi:

- Nel momento in cui esercitano l'opzione pagano l'imposta sul reddito sulla differenza tra il prezzo di vendita e il *fair market value*.
- Al momento di vendita dell'azione. Provvedono al pagamento dell'imposta sulla plusvalenza realizzata tra il *fair market value* e il prezzo di vendita.

L'imposta sui capital gain è differita e le aliquote fiscali sono generalmente inferiori a quelle sul reddito, conseguentemente i manager preferiscono che il *fair market value* sia il più basso possibile. Ciò genera un incentivo alla pratica dell'*underpricing*.

I risultati empirici sostengono l'argomentazione di Taranto(2003), poiché mostrano che le imprese tendono a essere maggiormente sotto prezzate quanto più fanno affidamento sulle *stock options*. Tuttavia non è possibile razionalizzare questa situazione come un processo di causa effetto unidirezionale, poiché i consigli di amministrazione possono essere motivati a proteggere i manager dai *dilution costs*, assegnando ai dipendenti delle *stock options*.

In entrambi in casi sia gli studi di Rydqvist(1997) che quelli di Taranto(2003) giungono a conclusioni che non possono avere una validità generale, per quanto siano esclusivamente applicabili a contesti *ad hoc* e inevitabilmente dipendenti dalla localizzazione geografica e rispettive peculiarità in ambito fiscale.

2.4. Teorie sul controllo proprietario

La scelta di quotarsi in borsa può avere effetti negativi sul controllo proprietario, segnando un'eventuale separazione fra proprietà e controllo. Un potenziale conflitto di interessi può evolvere a partire da questa situazione. Non da sottovalutare in questo contesto il problema della 'miopia manageriale', correlata a una visione di breve periodo del management e una scarsa attenzione agli interessi di degli *shareholders*. Sono due i principali filoni teorici che tentano di razionalizzare il fenomeno dell'*underpricing* nel contesto di suddetti conflitti d'interesse e costi d'agenzia. Brennan e Franks (1997) assumono che l'*underpricing* sia uno strumento efficace per radicare il controllo manageriale e ridurre i costi di agenzia, evitando il monitoraggio continuo degli azionisti esterni. Stoughton e Zechner's(1998), al contrario, suggeriscono come l'*underpricing* possa essere usato per minimizzare i costi di agenzia incoraggiando il monitoraggio.

³¹ Taranto, Mark A. "Employee stock options and the underpricing of initial public offerings." Available at SSRN 479901 (2003).

Brennan and Franks (1997) ritengono che l'*underpricing* possa strategicamente impedire la vendita di grandi quote azionarie nelle mani di singoli soggetti privati³². Il ruolo dell'*underpricing* in questa visione è quello di generare un eccesso di domanda che possa permettere di razionare gli investitori e massimizzare la dispersione della proprietà. L'obiettivo è che numerosi soggetti esterni finiscano per detenere quote minori, senza incorrere nel rischio che l'impresa possa essere danneggiata dal comportamento sbagliato di un singolo investitore, il quale deterrebbe grandi quote del controllo proprietario. Inoltre i due autori suggeriscono come l'*underpricing*, permettendo di offrire piccole quote esterne, sia uno strumento efficace per scongiurare il monitoraggio esterno. Ciò ha effetto principalmente per due motivi, legati al problema di *free-riding*:

- Le azioni sono beni pubblici e come tali gli azionisti sono intenzionati a impiegare minori sforzi in termini di tempo e risorse per accrescere il loro monitoraggio. (Shleifer e Vishny, 1986). In poche parole agendo in maniera opportunistica gli azionisti cercano di sfruttare le attività altrui, sostenendo minori costi di monitoraggio.
- Una maggiore dispersione della proprietà determina una minaccia inferiore di subire scalate ostili

La principale evidenza empirica riguarda un campione di analisi di 69 IPO inglesi, realizzate tra il 1986 e il 1989, grazie alla quale Brennan e Franks avvalorano la loro ipotesi. Lo studio conferma la teoria secondo cui un maggiore *underpricing* impedisse la formazione di grandi offerte, favorendo invece quelle più piccole.

La protezione dei benefici privati del controllo risulta non essere l'unica motivazione che spinge i manager verso una maggiore dispersione del controllo. Booth e Chua (1996) sostengono che, fra gli altri effetti positivi, si annovera un mercato secondario più liquido per la successiva vendita delle azioni e che permette ai manager di negoziare a prezzi più favorevoli.³³

Tuttavia, si potrebbe sostenere, che i manager dovrebbero cercare di minimizzare, piuttosto che ottimizzare, la loro possibilità di ottenere benefici privati dal controllo. La ragione di questa affermazione è radicata nel legame che sussiste tra i costi di agenzia e il controllo proprietario. I costi di agenzia sono sostenuti, per la maggior parte di essi, dai proprietari dell'impresa, sotto forma di minori entrate derivanti dal processo di IPO e un conseguente valore di mercato più basso per le loro azioni. Può costituire un vantaggio accrescere il monitoraggio, in maniera tale che i costi di agenzia non superino i benefici privati. Basandosi su questa intuizione, Stoughton e Zechner (1998) osservano, in contrasto con Brennan e Franks, che potrebbe costituire un valore aggiunto per l'impresa allocare un quantitativo elevato di azioni a un singolo azionista esterno, al fine di accrescere il monitoraggio delle stesse e far sì che tutti gli azionisti possano beneficiare del suo operato. L'*underpricing*, in questo contesto, costituisce un ulteriore incentivo nel caso in cui l'allocazione delle azioni non sia sufficientemente grande da incentivare un monitoraggio esterno dell'azionista. Teniamo a mente che l'*underpricing* non per forza deve essere considerato al pari di un costo opportunità, poiché l'impresa si sarebbe in ogni caso affacciata all'*equity market* a un prezzo inferiore rispetto al suo valore effettivo, per via dei comportamenti prudenziali dei

³² Brennan, Michael J., and Julian Franks. "Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK." *Journal of financial economics* 45.3 (1997): 391-413.

³³ Booth, James R., and Lena Chua. "Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing." *Journal of financial economics* 41.2 (1996): 291-310.

potenziali offerenti , consci dei maggiori costi di agenzia. Analizzando attentamente il modello di Stoughton e Zechner possiamo focalizzarci sul meccanismo di vendita. Esso si articola in due fasi:

- Nella prima fase gli emittenti fissano un prezzo di offerta ragionevole, affinché un grande azionista esterno sia interessato a richiedere un numero sufficiente di azioni per impegnarsi, successivamente , a effettuare un attento monitoraggio
- Nella seconda fase si osserva il razionamento degli investitori, a cui vengono assegnate le altre azioni allo stesso prezzo

Le considerazioni riportate dal modello di Brennan e Franks sono chiaramente contrastanti con quello proposto da Stoughton e Zechner. La causa di ciò è da ricercare, in primis, nelle differenze istituzionali dei contesti in cui gli studi sono calati. Brennan e Franks osservano un meccanismo di IPO in cui i prezzi sono fissi , non dipendono dalla domanda di mercato, e le azioni sono allocate secondo uno schema ‘pro rata’. Stoughton e Zechner , invece, analizzano la vendita delle azioni in un regime di *bookbuilding*. Stoughton e Zechner avrebbero difficoltà ad allocare azioni sufficientemente grandi per incoraggiare un monitoraggio di un azionista esterni. Brennan e Franks non avrebbero bisogno di sottoprezzare le azioni per evitare che la maggioranza di esse venga acquistata da un grande investitore (in assenza di regole di assegnazione delle azioni pro rata l’emittente potrebbe selezionare con l’aiuto degli *underwriters* gli azionisti più meritevoli ed escludere quelli indesiderati).

Brennan e Franks ritengono che le IPO siano un passaggio fondamentale per prevenire il trasferimento del controllo azionario, a discapito di una maggior dispersione della proprietà. Zingales (1995), invece, si fa portavoce dell’assunzione che un IPO rappresenti esclusivamente una fase di un lungo processo di vendita che culmina con il completo trasferimento della proprietà e del controllo. L’evidenza empirica è più vicina a quest’ultima teoria. Pagano, Panetta e Zingales(1998) documentano, portando ad esempio una serie di IPO italiane, come il turnover del controllo sia il doppio più frequente nelle società appena quotate e che la maggior parte delle IPO sono seguite da vendite private di partecipazioni di controllo che affluiscono nelle mani di grandi investitori esterni.

Mettere in atto difese di acquisizione o emettere azioni prive del diritto di voto, sono due strategie alternative che permettono di salvaguardare i benefici privati del controllo (al pari della dispersione proprietaria indotta dall’*underpricing*) . Specialmente quando gli interessi in gioco acquisiscono un ruolo preponderante e i meccanismi di monitoraggio non appaiono rassicuranti, dall’ evidenza empirica, emerge che la maggior parte delle aziende statunitensi utilizza almeno una di queste forme di difesa sopracitate.

Il filone delle teorie basate sul controllo costituisce tutt’oggi ancora un campo inesplorato e per giungere a considerazioni più affidabili sono sicuramente necessari maggiori riscontri empirici.

2.5. Teorie comportamentali

THE CASCADES HYPOTHESIS

Welch (1992) presenta un modello in cui sostiene che il mercato delle IPO sia soggetto a ‘cascate’. In questo modello gli investitori potenziali, nel formulare le loro decisioni di acquisto, prestano attenzione non solo alle informazioni di una nuova emissione , ma anche

al fatto che vi siano o meno altri investitori interessati all'acquisto³⁴. Qualora quest'ultima condizione non dovesse verificarsi, l'investitore potrebbe essere scoraggiato e decidere di non acquistare, nonostante disponga di informazioni favorevoli. Al fine di evitare ciò, l'emittente potrebbe sottovalutare il valore del titolo per indurre all'acquisto i primi investitori "pionieri", con minor avversione al rischio, generando un effetto positivo a 'cascata' in cui tutti gli altri investitori potenziali saranno indotti a comprare, indipendentemente dalle informazioni private in loro possesso.

Le 'cascate' giocano un ruolo chiave nello spiegare l'*underpricing* delle IPO. I primi investitori, consapevoli della loro importanza strategica, possono richiedere azioni a un prezzo più basso, in cambio del loro impegno nel mandare un segnale positivo al mercato.

Nel modello *bookbuilding* non si verifica il fenomeno delle 'cascate' poiché il sottoscrittore ha la possibilità di mantenere private le informazioni circa lo sviluppo della domanda potenziale, conseguentemente, non è necessario ricorrere all'*underpricing*. Inoltre nel modello *bookbuilding* l'emittente può ricorrere all'opzione *overallotment*, incrementando l'offerta se la domanda risulta inaspettatamente elevata.

Neanche in un contesto di libera informazione tra gli investitori si verifica tale effetto a 'cascata'. Non è necessariamente favorevole per l'impresa, però, che vi sia una completa informazione da parte degli investitori e libertà di circolazione di quest'ultime. Vi è maggior probabilità che l'IPO risulti fallimentare se informazioni negative divengono di pubblico dominio.

SENTIMENT DEGLI INVESTITORI

Il filone teorico che pone al centro della questione l'irrazionalità degli investitori è quello portato avanti da Ljungqvist(2004)³⁵. Nel suo *paper* analizza come il comportamento dei *sentiment investors* giochi un ruolo chiave nel contesto delle IPO, per via del fatto che le imprese sono giovani, immature e relativamente poco trasparenti (cosa che rende difficile compiere un'accurata valutazione delle stesse). Il teorico assume che investitori irrazionali, guidati da sentimenti impulsivi, possano effettuare valutazioni spropositatamente ottimistiche circa le prospettive future dell'impresa. E' nell'interesse degli emittenti cercare di trarre il maggior beneficio possibile da tale situazione, massimizzando il surplus al di sotto della curva di domanda dei *sentiment investors*. Inondare il mercato con un eccesso di offerta, però, risulterebbe controproducente. Il risultato di tale azione non farebbe altro che far calare a picco il prezzo di offerta delle azioni. Com'è possibile allora cercare di sfruttare l'irrazionalità degli investitori? Il meccanismo ottimale prevedrebbe l'allocazione delle azioni ai *regular investors*, i quali a loro volta le dovrebbero rivendere ai *sentiment investors*. L'*underpricing* permette di collocare azioni sotto-prezzate agli investitori ordinari, per remunerarli del rischio concreto che questa fase di intermediazione possa non concludersi; è uno strumento indispensabile per assicurarsi la collaborazione di questi individui.

Un'altra ragione dell'*underpricing*, legata a anomalie comportamentali, riguarda i decisori direttamente coinvolti nella scelta di *going public* e non la platea degli investitori.

³⁴ Welch, Ivo. "Sequential sales, learning, and cascades." *The Journal of finance* 47.2 (1992): 695-732.

³⁵ Ljungqvist, Alexander, Vikram Nanda, and Rajdeep Singh. "Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing." *The Journal of Business* 79.4 (2006): 1667-1702.

L'assunzione di partenza è che i soggetti coinvolti abbiano una visione distorta e parziale della situazione che andrà maturandosi. Concretamente, difatti, i *decision makers* non sono contrariati dal fatto di lasciare una quantità considerevole di 'denaro sul tavolo' per via di un'eccessiva prudenza nel formulare il prezzo di offerta, forti del fatto che conseguirebbero guadagni superiori tramite un innalzamento del prezzo nell'*aftermarket*.

La scarsa razionalità dei *decision makers*, nonché la loro incapacità nel valutare adeguatamente e complessivamente la situazione, arreca un vantaggio non indifferente ai sottoscrittori. Gli *underwriters* sono incentivati a mettere in atto comportamenti non adeguati e ridurre i loro sforzi, per via di questo livello di *underpricing* considerato 'ragionevole' e sostenibile da parte della società emittente, che dà loro maggior fiducia in fase di collocamento delle azioni.

In conclusione, le ragioni dell'*underpricing* sono correlate inevitabilmente all'irrazionalità dei soggetti coinvolti, a una scarsa capacità di quest'ultimi nel valutare sapientemente i pro e i contro dell'operazione e analizzare tutte le possibili sfaccettature del processo. A ciò si aggiunge il comportamento scorretto dei sottoscrittori, interessati esclusivamente a massimizzare i loro profitti applicando un minimo sforzo, sfruttando le evidenti incapacità valutative dei manager.

Diverse variabili esplicative sono state prese in esame, riportando i diversi approcci teorici. E' adeguato, a per mio, fornire una completa schematizzazione dei fattori che maggiormente influiscono nella determinazione del fenomeno.³⁶

- L'età dell'impresa: vi è una correlazione negativa fra l'età della società e l'entità dell'*underpricing*. E' ragionevole pensare infatti che all'aumentare della vita della società quotanda il mercato entri in possesso di maggiori e più accurate informazioni circa la corretta valutazione dei suoi titoli, richiedendo uno sconto inferiore.
- Dimensione dell'impresa: variabile che più di tutte viene utilizzata come 'proxy' del grado di incertezza della società. Gli investitori si sentono assicurati quando l'impresa raggiunge grandi dimensioni, poiché diventano maggiormente conosciute sul mercato e conseguentemente ritenute più affidabili.
- Tipo di offerta: In caso di IPO realizzate tramite la vendita di azioni già esistenti, OPV, sono riscontrabili livelli di *underpricing* più elevati poiché vi è un segnale 'negativo' rappresentato dalla volontà del vecchio detentore di azione di disimpegnare, anche parzialmente, il loro investimento.
- Modalità del collocamento: L'*underpricing* è assunto come mezzo per spronare gli investitori informati a rilevare il maggior numero possibile di informazioni sul valore dell'impresa. L'uso del *book building* come mezzo di collocamento, piuttosto che il *fixed price offer*, permette all'*underwriter* di attingere a tali informazioni nel formulare il prezzo di offerta.
- La quota di capitale mantenuta dopo l'IPO dal vecchio azionista: un segnale positivo viene inviato al mercato quando il vecchio controllore mantiene una quota consistente di capitale dell'impresa anche dopo l'IPO, poiché riflette la fiducia che egli ripone nelle prospettive future dell'impresa. Pertanto suddette considerazioni giustificano una correlazione negativa tra la quota di capitale detenuta post-IPO e l'entità dello sconto.

³⁶ Fabrizio, Stefano. "L'underpricing degli Ipo italiani: il ruolo degli underwriters", dei prospetti informativi e degli analisti." *Banca Impresa Società* 18.3 (1999): 369-412.

- La presenza di investitori istituzionali nel capitale pre-IPO: La presenza di fondi chiusi e/o *venture capitalist* nella compagine azionaria è una garanzia abbastanza solida circa il valore dell'impresa. Ciò permette una riduzione del grado di incertezza e livelli di *underpricing* più bassi
- L'andamento del mercato e lag temporali: Un *underpricing* più contenuto si verifica più facilmente in un periodo in cui il mercato ha avuto rendimenti crescenti. E' ragionevole attendersi anche una correlazione negativa tra la misura dell'*underpricing* e l'ampiezza dell'intervallo temporale che intercorre tra la data dell'offerta e l'avvio delle contrattazioni.

CAPITOLO 3

L'INCIDENZA DELL'UNDERPRICING , IL CONTESTO GEOGRAFICO E IL RUOLO DELLE ISTITUZIONI

3.1. Il contesto istituzionale e l'effetto sull'*underpricing*

Dopo aver analizzato le determinanti dell'*underpricing*, nel contesto delle offerte pubbliche iniziali, verrà ora evidenziata l'importanza dei fattori legali e istituzionali per spiegare le differenze nella variazione del fenomeno tra i vari paesi. La protezione degli *shareholders* e una maggiore trasparenza contabile, basata sulla veridicità, completezza e affidabilità della documentazione dei fatti gestionali e delle relative registrazioni contabili, contribuiscono a mitigare l'incidenza negativa dell'*underpricing*. Un' efficiente protezione degli investitori e in generale un contesto istituzionale che permetta di ridurre il rischio legato agli investimenti , attenuerebbe il problema legato alle asimmetrie informative ex ante (ampiamente analizzate con il modello di Rock nel capitolo precedente).

Sapienza (1996) ha evidenziato come le differenze economiche, legali, istituzionali e culturali influenzino l'ambiente nelle quali le imprese operano.

Hopp(2007) utilizzando un dataset di 29 paesi e prendendo in considerazione il periodo 1988-2005 ha analizzato come tali differenze siano esaustive nel dare motivazione degli scostamenti dei livelli medi di *underpricing* , attraverso un modello regressivo basato su indici che siano esaustivi a sintetizzare variabili istituzionali.

I paesi analizzati operano in contesti di mercato largamente sviluppati dal punto di vista finanziario.

I problemi di asimmetria informativa possono essere attenuati qualora le istituzioni impongano una costante e corretta divulgazione delle informazioni circa i prezzi delle azioni. La disponibilità delle informazioni è uno dei fattori cardine nell'allocazione delle risorse. La qualità di quest'ultime riveste un ruolo primario al fine di ridurre le asimmetrie informative. La disponibilità di informazioni pubbliche influisce sul livello osservato di *underpricing* delle IPO, coerentemente con quanto osservato nel modello della ' maledizione del vincitore': rendimenti di mercato più elevati possono indurre i sottoscrittori ad apprezzare in maniera maggiormente conservativa le azioni. Di conseguenza è chiaro che vi sia una correlazione positiva tra il rendimento del mercato, il numero di IPO e il livello di sotto-apprezzamento delle azioni stesse. Nel momento in cui i mercati azionari registrano discrete performance, gli investitori richiedono un *underpricing* più elevato, supponendo che le società e le banche d'investimento cerchino di sfruttare questa scia positiva , affacciandosi sul mercato azionario. Detto ciò, si osservano livelli più bassi di *underpricing* nei paesi con ambienti giuridici e istituzionali che permettono un governo societario più efficiente attraverso una maggior informazione relativa a prezzi azionari. Nel complesso sistemi giuridici e ambienti istituzionali adeguati pongono un freno al problema dell'informazione asimmetrica, determinando una minore sottovalutazione in quei paesi. La guida dei *policy makers* potrebbe

rendere più agevoli e sicure le contrattazioni private; in generale l'ambiente legale e istituzionale dovrebbe ridurre le barriere informative che agiscono da ostacolo nei mercati finanziari.

Per quanto riguarda la protezione riservata agli azionisti, il grado di *underpricing* risulta essere più elevato quando gli azionisti di maggioranza hanno facilità e margine di manovra nel sopprimere i proprietari di minoranza. Per analizzare in maniera più dettagliata questi concetti sono state formulate quattro ipotesi, oggetto di analisi del modello di Hopp, le quali attengono:

- Efficienza e regolamentazione del mercato azionario
- Regolazione bancaria
- Trasparenza contabile
- La protezione degli investitori e i modelli di *corporate governance*

3.2. Efficienza del mercato azionario

Beck et al (2004) analizzano gli ostacoli importanti che le imprese affrontano per ottenere finanziamenti di capitale esterno. I loro risultati sottolineano quanto sia importante lo sviluppo del mercato dei capitali per limitare i vincoli di finanziamento. Titman (1999) sostiene che quando i mercati azionari sono relativamente contenuti, le informazioni circa i prezzi azionari risultano inevitabilmente essere meno accurate e attendibili. Tuttavia, quando il mercato azionario si espande, l'accuratezza delle informazioni migliora profondamente. Ciò costituisce un beneficio per le aziende che si presentano per la prima volta al mercato attraverso l'emissione di azioni non sottoscritte. È sensato affermare quindi che mercati di capitale più liquidi e finanziariamente sviluppati dovrebbero apportare benefici alle aziende. Il riciclaggio di capitale informativo, sinergie e *spillovers* tecnologici sono tutte conseguenze positive che scaturiscono da una maggiore crescita dei mercati. Michelacci e Suarez suggeriscono come nei mercati azionari sviluppati i costi associati al finanziamento esterno risultano significativamente più bassi, mentre la liquidità nell'*aftermarket* risulta essere più elevata. Entrambi i fattori concorrono a determinare un livello di *underpricing* più basso, proponendosi come strumenti compensativi per gli investitori più avversi al rischio.

Jagannathan e Sherman (2006) sottolineano l'importanza dei meccanismi di *pricing* per spiegare le differenze nei livelli di *underpricing* dei vari paesi. È interessante osservare come i paesi che utilizzavano il meccanismo dell'asta per allocare il prezzo abbiano abbandonato questo metodo, a causa principalmente della fluttuazione del numero dei partecipanti all'asta e in virtù di problemi legati alle asimmetrie informative, 'maledizione del vincitore', e di fenomeni dettati da comportamenti opportunistici, come la problematica dei *free rider*. Entrambi hanno come conseguenza difatti, la difficoltà di allocare un prezzo che rifletta realmente il valore delle azioni.

Il meccanismo di '*fixed price*' secondo gli studi degli autori e in linea con quanto riportato precedentemente da Loughran (1994) determinava livelli di *underpricing* ancor più consistenti, rispetto all'asta o al metodo del *bookbuilding*. Ritter (2003) affermava come il metodo del *bookbuilding* desse agli *underwriters* maggior discrezione sull'effettiva allocazione delle azioni. Inoltre è stato riscontrato come nelle IPO effettuate negli USA i sottoscrittori erano influenzati e formulavano le loro decisioni sulla base delle raccomandazioni favorevoli degli analisti. Ciò determinava una riduzione della competizione fra le imprese e un aumento dell'*underpricing*, inevitabilmente legato a comportamenti opportunistici dei sottoscrittori, i quali allocavano le azioni oggetto di prima quotazione nei periodi 'hot' di mercato, in favore di maggiori commissioni offerte dagli investitori.

In generale è possibile derivare una prima ipotesi : un maggior sviluppo dei mercati dei capitali ridurrebbe il rischio insito negli investimenti nelle IPO e diminuirebbe il grado di *underpricing*.

L'ipotesi prevede che lo stadio di sviluppo dei mercati dei capitali azionari influenzi il livello di sottovalutazione delle IPO. Per testare questa ipotesi viene utilizzato nel modello proposto un indice che esprime la capitalizzazione del mercato azionario rispetto al PIL e il valore del mercato azionario scambiato rispetto al PIL (entrambi presi da Beck ,1999). Le misure di capitalizzazione del mercato azionario sono utilizzate per indicare lo stadio generale di sviluppo dei mercati dei capitali azionari all'interno di un paese. Più i mercati dei capitali sono consolidati come fonte di finanziamento, meno rischioso dovrebbe essere l'investimento sia per gli investitori individuali che istituzionali. Inoltre, viene inclusa l'efficienza relativa del mercato (rispetto al settore bancario) e l'indice di rotazione del mercato azionario per rappresentare l'efficienza dei mercati dei capitali azionari. Meno efficienti sono i mercati azionari, più alto dovrebbe essere l'*underpricing* per compensare gli investitori. Per quanto riguarda la facilità di ottenere capitale azionario pubblico, l'indice di accesso ai mercati azionari creato da Schwab nel 1999 , è esaustivo nel sintetizzare tale variabile. L'indice esprime la misura in cui i dirigenti d'azienda di un paese giudicano il mercato azionario aperto alle nuove e medie imprese, con valori più alti che indicano una più facile accessibilità. Inoltre Hopp prende in considerazione variabili *dummy* che misurano se un paese permette l'uso di *book building*, aste a prezzo fisso o aste. Poiché alcuni paesi permettono di utilizzare tutti i metodi, vengono prese in considerazione tutte le variabili allo stesso tempo.

3.3. Efficienza della regolazione bancaria

La seconda ipotesi implica che un monitoraggio più efficace e una regolamentazione più stringente delle banche possano ridurre il livello di asimmetria informativa tra gli investitori e gli emittenti, avendo come conseguenza un minor livello di *underpricing*.

Il contesto istituzionale in cui le imprese operano ha effetto sull'efficienza nei processi di acquisizione di capitale sull' *equity market*. Gli intermediari finanziari e più in generale la struttura del sistema finanziario nel suo complesso influenzano la misura in cui le imprese operanti sono soggette a conflitti interni. Abbiamo già osservato come, in virtù del fatto che gli investitori ricevono lo spread lordo dall' emittente e investitori, vi sia un maggiore incentivo a offrire un prezzo più basso. Maggiori commissioni sono generate in virtù della pratica di ' lasciare soldi sul tavolo ' e per tale ragioni i sottoscrittori sono maggiormente invogliati nel sotto apprezzare le azioni.

Loughan e Ritter sostengono che durante la bolla Dot-Com gli emittenti hanno dato maggior rilevanza alle future vendite degli *insiders* , piuttosto che ai proventi puri dell' IPO . All'aumentare del potere contrattuale del sottoscrittore si verifica un maggior *underpricing*, in quanto quest'ultimo può ricoprire la funzione di incentivare i pagamenti collaterali.

Negli anni '90 era in voga un metodo noto come 'Spinning'. I sottoscrittori creavano conti di intermediazione personali per i fornitori di *venture capital* e per i dirigenti delle aziende emittenti al fine di assegnare loro le azioni. Il fenomeno si riscontra quando la banca di investimento mette in atto una discriminazione del prezzo di mercato: assicurando ai dirigenti di alcune società un collocamento dei titoli a prezzi inferiori, ottenendo in cambio il loro impegno a voler divenire clienti della banca stessa. Ciò comporta un danno evidente all'efficienza dei mercati, dal momento che una società decide di affidarsi a una banca d'affari piuttosto che a un' altra in virtù di un meccanismo che ha il carattere di 'tangente' e trova la sua ragion d'essere in uno scambio di favori reciproco , sleale nei confronti degli altri attori del mercato. Il caso più celebre è quello che riguarda Frank Quattrone, il quale venne accusato di aver intestato oltre 300 conti in maniera assolutamente discrezionale a diversi dirigenti

d'azienda. Solo con l'aumento del controllo normativo si è ridotto sostanzialmente l'uso della pratica dello *spinning*, in seguito allo scoppio della bolla.

Nella fase di *prepublic planning* vengono generate delle statistiche per il controllo interno, ciò necessita un aggiornamento continuo del sistema di *auditing*. Anche in capo a quest'ultimo possono verificarsi dei conflitti di interesse, qualora un'azienda offra sia i suoi servizi di *auditing* sia servizi di tipo contabile e fiscale. All'aumentare dei servizi offerti aumenta anche la possibilità di attuare economie di scopo. Agendo così si generano due tipologie di problemi in capo di conflitti di interessi. Come prima problematica troviamo il fatto che gli stessi revisori potrebbero alterare le informazioni per ottenere ulteriori incarichi dagli stessi clienti. In secondo luogo, questi revisori potrebbero trovarsi ad analizzare i conti di alcune aziende che i loro stessi clienti hanno suggerito all'impresa cliente, e quindi potrebbero porsi riluttanti nell'esprimere critiche.

Cos'è stato fatto per risolvere suddetti conflitti d'interessi?

Nel 2004 e nel 2014 è stata introdotta nell'unione europea la direttiva MiFID 1-2 (*Markets in Financial Instruments Regulation*), che sostanzialmente ha modificato l'assetto della regolamentazione dei servizi di investimento con riguardo al tema conflitto di interessi. MiFID stabilisce regole di condotta e presidi organizzativi per gli intermediari, requisiti di autorizzazione per i mercati regolamentati, segnalazioni regolamentari per evitare abusi di mercato, obblighi di trasparenza commerciale per l'emissione di azioni e norme sull'ammissione di strumenti finanziari alla negoziazione. MiFID esplicita una lista di conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per l'investitore, quali ad esempio: realizzare un guadagno finanziario a spese del cliente; avere un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o gruppo di clienti rispetto a quelli del cliente interessato; ricevere (anche in futuro) da una persona diversa dal cliente un incentivo diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio. Al fine di individuare e gestire correttamente il conflitto di interessi, gli intermediari sono tenuti a:

- identificare le situazioni di conflitto di interessi
- adottare e mantenere misure e presidi organizzativi e amministrativi efficaci per evitare che il conflitto di interessi incida negativamente sugli investitori. Se tali presidi non fossero sufficienti, l'intermediario dovrà informare chiaramente gli investitori, prima di agire per loro conto, della natura generale e delle fonti del conflitto di interessi;
- elaborare una *policy*, applicare e mantenere un'efficace politica globale di gestione del conflitto di interessi adeguata alle dimensioni e caratteristiche dell'impresa emittente e alle attività esercitate.

MiFID 2 non solo riprende gli obiettivi della direttiva originale (MiFID), ma ne amplifica il campo di azione. In particolare, MiFID II e MiFID intendono garantire mercati più equi, sicuri ed efficienti e facilitare una maggiore trasparenza per tutti i partecipanti. La protezione degli investitori è rafforzata dall'introduzione di nuovi requisiti in materia di *governance* e consulenza indipendente in materia di investimenti.

MiFID II impone inoltre all'intermediario una serie complessa di adempimenti e di presidi lungo tutta la catena del valore che tutelino la centralità dell'interesse del cliente-investitore: dalla richiesta di dati al *commission unbundling*, fino al *reporting*, nonché l'obbligo da parte dell'intermediario di conoscere le caratteristiche e i bisogni della clientela (*know your client*) e di conoscere le informazioni rilevanti riguardo i titoli offerti alla clientela stessa (*know your product*). Il sistema finanziario è un sistema estremamente regolamentato, le banche e gli altri intermediari sono aziende molto particolari che sono strettamente interconnesse fra loro per

effetto del mercato interbancario e della liquidità, che lega tra loro tutte le aziende che partecipano al mercato bancario e finanziario. Le banche sono legate tra loro da rapporti di debito/credito che variano giornalmente attraverso il mercato interbancario, e quindi una delle finalità principali della regolamentazione è quella di mantenere una certa stabilità perché il fallimento di un singolo operatore può avere delle ripercussioni su tutto il settore attraverso i cosiddetti effetti domino che possono amplificare gli effetti negativi ai danni tutto il settore. L'obiettivo ambizioso della regolamentazione si può considerare come un bersaglio mobile, poiché i soggetti vigilati avendo esclusivamente l'obiettivo della massimizzazione dei profitti, tendono a sfruttare tutti i margini di aggiramento dei sistemi di controllo. Tutto ciò che è regolamentare e che limita la massimizzazione dei profitti è soggetto a tentativi di aggiramento. Quindi le autorità di regolamentazione sono costrette ad una continua evoluzione degli strumenti di controllo. La regolamentazione ha un forte impatto sulla struttura del mercato.

A cosa serve la regolamentazione? Serve a regolare l'attività di assunzione di rischi che è tipica delle banche, soprannominate appunto “*risk takers*”, soprattutto nel mercato finanziario che presenta ancor più dei rischi operativi e di liquidità. I grandi modelli di vigilanza sono di 4 tipi:

- - Vigilanza strutturale: si basa su procedure di tipo autorizzativo da parte delle autorità. Questo sicuramente influenza maggiormente la struttura del mercato. Questo modello ha prevalso dal 1929 fino al 1990.
- - Vigilanza prudenziale: tale modello viene introdotto con le liberalizzazioni bancarie dagli anni 90 in poi. È una vigilanza in cui si cerca di favorire una maggiore libertà di impresa, si cerca di indurre gli operatori verso una sana e corretta gestione, ma in maniera meno prescrittiva e con meno vincoli. Alcuni interventi di vigilanza prudenziale possono essere rappresentati dalla previsione di livelli minimi di patrimonio o da limiti alla concentrazione dei rischi.
- - Vigilanza informativa: è quella che ha accompagnato la vigilanza prudenziale e si esplica sostanzialmente con una maggiore trasparenza informativa che è richiesta agli intermediari finanziari, in modo che la clientela possa esercitare quella disciplina di mercato che deriva dal fatto di cogliere direttamente da segnali informativi che il mercato dà, la maggiore solidità o fragilità di un intermediario. Se c'è una maggiore trasparenza informativa allora i meccanismi del mercato dovrebbero funzionare meglio. Questo tipo di vigilanza mira a ridurre le asimmetrie informative. Alcuni esempi di vigilanza informativa possono essere rappresentati dalle norme sulla trasparenza delle condizioni contrattuali o sulla previsione di regole contabili standard;
- - Vigilanza protettiva: in tale tipo di vigilanza vi rientrano quei meccanismi volti a evitare che una situazione di difficoltà di una istituzione finanziaria passi da una semplice difficoltà momentanea ad una crisi vera e propria, con il rischio che si crei il cosiddetto effetto domino.

La regolamentazione serve ad evitare le tendenze al *moral hazard* e all'*adverse selection* che sono molto frequenti nel mercato finanziario.

Gli obiettivi della regolamentazione sono :

- L'esercizio della riserva di attività: ovvero selezionare gli ingressi in base a requisiti sia di dotazione di capitale, di onorabilità dei vertici bancari, regole normalmente collegate al patrimonio e quindi sulla detenzione di partecipazioni e sul tipo di partecipazioni detenibili dalle banche. Prima della liberalizzazione una banca non poteva detenere partecipazioni in aziende non bancarie mentre adesso, per percentuali limitate, è possibile.
- Stabilità finanziaria: nel 2008 è stata introdotta una regolamentazione che imponeva alle banche, come primo settore, di dotarsi della funzione di *compliance*. Tale funzione nelle banche e nelle società finanziarie ha l'obiettivo di verificare che la regolamentazione interna sia coerente con le leggi e anche tutta la normativa secondaria che interessa le banche.
- *Consumer protection*: sono quelle normative di protezione del risparmiatore e che servono ad aumentare la fiducia nel sistema finanziario anche da parte di quei soggetti cosiddetti deboli.
- Riduzione del crimine finanziario e *safety net*: all'interno del sistema di vigilanza protettiva rientrano tutte le normative contro il riciclaggio di denaro, perché limitano l'infiltrazione della criminalità finanziaria dentro i sistemi finanziari.

La regolamentazione in 3 punti:

- Oggetto del controllo
- Gli organi di controllo
- Finalità e strumenti del controllo

Quindi abbiamo 3 tipi di vigilanza:

- Vigilanza per soggetti: l'autorità esercita l'attività di vigilanza su una categoria di soggetti o mercati. Ogni autorità focalizza i propri controlli su intermediari bancari, mobiliari o assicurativi. Visto che i sistemi si sono evoluti verso operatività di tipo universale, la suddivisione tra le autorità di vigilanza in base a soggetti può essere non efficiente. Se avessimo un'autorità che si occupa solo di prodotti assicurativi, un'autorità che si occupa solo di strumenti finanziari e una che si occupa solo di prodotti bancari, in una misura in cui le banche hanno un'attività che è trasversale a queste 3 classi di prodotti, avremmo molte asimmetrie informative tra autorità regolatrici che insistono su uno stesso soggetto;
- Vigilanza per funzioni: a seconda del tipo di servizio ci sarà un'autorità che presiede queste diverse funzioni degli intermediari finanziari che invece hanno attività trasversali;
- Vigilanza per finalità: l'autorità è responsabile del presidio di un obiettivo della vigilanza. Tale tipo di vigilanza è stata adottata nella compresenza tra banca d'Italia e Consob, laddove la banca d'Italia ha come prioritaria finalità quella di stabilità del mercato bancario e della correttezza dei comportamenti e la Consob ha come priorità la trasparenza dei mercati mobiliari e borsistici, la correttezza dei comportamenti dal punto di vista delle transazioni che su questi mercati mobiliari si esercitano.

Chi effettua i controlli? Proprio per un'evoluzione verso attività di tipo transazionale, hanno acquisito importanza organismi sovranazionali. La vigilanza bancaria è passata, nel novembre 2014, da avere come autorità una banca centrale nazionale ad avere un sistema di banche centrali nazionali che è presieduta dalla BCE, che è un'autorità sovranazionale. Man mano che la regolamentazione ha visto svilupparsi procedure di autoregolamentazione, è diventato importante anche il ruolo delle associazioni di settore che hanno progressivamente

emanato codici di condotta che aiutano la *governance* delle banche ad essere più conformi rispetto alla normativa esterna.

Come organismi sovranazionali troviamo l'*International Monetary Fund* (IMF), ha un ruolo di dialogo con gli emittenti sovrani e quindi produce molta informativa che consente molte analisi all'interno dei mercati finanziari ma non ha un ruolo diretto nell'emanare normative. Mentre invece è a capo di ristrutturazioni di debiti sovrani;

Il *Financial Stability Board* (FSB) è un organismo a cui partecipano tutte le autorità di vigilanza sia del mercato bancario che del mercato mobiliare. Esso emana direttive sull'evoluzione della regolamentazione, fa dottrina di tipo regolamentare

Bank for International Settlements (BIS) è stato istituito nel 1930 (dopo la crisi del '29); vi partecipano 60 banche centrali ed è l'istituzione da cui sono discesi tutti gli accordi di Basilea sui requisiti patrimoniali.

Comitato di Basilea: nel '74 è nata questa istituzione per il coordinamento della vigilanza dei paesi del G7. Anche qua ha un ruolo di guidare l'evoluzione della normativa a livello sovranazionale e a garantire il *level of a planfeld*, cioè il livellamento del campo di gioco tra paesi, nella misura in cui c'è un'operatività molto forte tra la liberalizzazione dei movimenti di capitali dell'attività internazionale degli operatori finanziari. Il ruolo del comitato di Basilea è proprio quello di armonizzare queste normative.

I cicli di regolamentazione seguono molto spesso come reazione alle crisi dei mercati finanziari e bancari. La vigilanza strutturale è stata introdotta in quasi tutti i paesi occidentali come reazione alla crisi del 1929. Da lì fu introdotta una netta separazione tra l'attività bancaria commerciale (*retail*) e l'attività a medio-lungo termine delle banche di investimento con una grande separazione tra banche e imprese.

Negli anni '90 è partita una tendenza progressiva alla deregolamentazione e a uno stile di vigilanza di tipo prudenziale. La vigilanza prudenziale si differenzia rispetto ad un approccio strutturale di vigilanza per il fatto di non prevedere più autorizzazioni ad hoc o divieti stringenti ma è un tipo di regolamentazione che ruota sul concetto di patrimonio come pivot al quale si collegano una serie di istituti di vigilanza. Una serie di regole che non sono più nominative ma sono regole generali che valgono per tutti gli operatori a seconda del livello di patrimonializzazione della banca.

Nell'Unione bancaria europea, dopo la crisi del debito sovrano del 2011/2012 ci fu l'innalzamento degli spread tra i titoli di Stato Italiano e i titoli di Stato Tedesco oltre 500 basis points (adesso siamo sotto i 100 punti anche grazie alla credibilità di Draghi).

Nell'attuale crisi dovuta alla pandemia del Covid 19, molti fondi pubblici sono stati investiti in ristori e a sostegno diretto di imprese e famiglie. Nel 2007-2008, invece, numerosi salvataggi bancari furono eseguiti salvando tali istituzioni con soldi pubblici, investendo nella ricapitalizzazione delle banche. Le principali banche inglesi diventarono pubbliche. Barclays fu l'unica che decise di rimanere privata. Quattro anni dopo scoppiò uno scandalo poiché si venne a scoprire che in realtà i capitali che erano stati immessi in Barclays non costituivano un vero capitale di rischio ma erano dei fondi che provenivano dagli emirati arabi con rendimento garantito.

Vigeva il principio dell' *home country control* , ovvero vi era una libertà di stabilimento di imprese bancarie all'interno dell'unione europea essendo soggetti alla regolamentazione del paese di provenienza. Questo aveva un po' balcanizzato il sistema bancario europeo, vi erano molti divari regolamentari. Vi era una armonizzazione di base, ma ogni autorità di supervisione bancaria (di ogni paese) aveva la possibilità di aggiungere regole ulteriori rispetto alle regole armonizzate. Si riscontrava questa esigenza di unificare il mercato delle banche come passo ulteriore verso l'integrazione europea . Venne costituito nel 2009 il *single rulebook* , cioè un libro di regole uniche , ma è con un regolamento europeo (1024 del 2013) che questa vigilanza unica viene introdotta.

La vigilanza unica ha come soggetti passivi del controllo circa 8300 tra banche e società finanziarie che sono tutte sottoposte a una normativa uguale tra loro con livelli di proporzionalità delle regole differenziati a seconda della complessità e della dimensione del soggetto controllato. Quindi abbiamo regole meno stringenti per società finanziarie o che fanno solo credito al consumo e regole più complesse e articolate per le banche che non fanno solo credito ma anche raccolta degli impieghi (quindi svolgono contemporaneamente attività di raccolta e impieghi). L'unione bancaria si fonda sostanzialmente su 3 pilastri:

- Meccanismo di vigilanza unica si basa non solo su un'unica metodologia di supervisione. Ciò che la politica economica europea non è riuscita a fare, i sistemi bancari lo hanno invece messo in atto a partire dal 2014. Il regolamento 1024 del 15/10/2013 entra in vigore in realtà nel 11/2014 e in quell'anno si svolse un'*assessment* della qualità degli attivi delle banche. La BCE per la prima volta iniziava a svolgere una attività di vigilanza sulle banche quando, fino a quel momento , aveva svolto esclusivamente il ruolo di autorità monetaria. Lo mette in atto dopo che per circa un anno i soggetti passivi del controllo erano stati sottoposti ad un *assets quality review* e degli stress test. La BCE con questi test si è fatta un'idea di quella che è la qualità dei soggetti che sarebbe andata a controllare. Parte così la vigilanza unica. Le banche più significative vengono vigilate direttamente dalla BCE attraverso i cosiddetti 'join team'. L'impianto su cui si fonda questa unità bancaria europea sono sostanzialmente in tre pilastri. Costituiti essenzialmente dalla vigilanza prudenziale contenuta in due disposizioni principali: la *capital requirement regulation* che è il regolamento 575/2013 e la *capital regulation directive* n°4, ovvero la direttiva (36/2013). Mentre i regolamenti sono immediatamente applicativi in tutti i paesi, le direttive per essere recettive nell'ordinamento di un paese devono essere trasfuse in una legge nazionale. La 4° direttiva sui requisiti patrimoniali è stata trasfusa nel Testo Unico Bancario.
- Il secondo pilastro su cui si fonda l'unione bancaria sono i meccanismi di risoluzione delle crisi. La *bank recovery and resolution directive* è basata sul concetto di '*bail in*' , cioè sul fatto che le crisi bancarie devono produrre oneri soprattutto a carico di chi detiene il capitale delle banche , in termini di azioni o di obbligazioni subordinate. La prima volta che è stata recepita questa regolamentazione è stata con le 4 banche che sono state in risoluzione nel 2015. Quel tipo di regolamentazione, la quale nasceva come reazione a tutti i fondi pubblici che erano stati investiti nelle banche, ha mostrato diverse problematiche. I sistemi bancari fondano la loro normale operatività sulla fiducia. Dal 1929 non accadeva più un fallimento bancario, la risoluzione di 4 banche, ha creato conseguenze depressive, quantomeno locali. Si è scoperto attraverso indagini che quelle azioni e quelle obbligazioni subordinate erano state vendute con pratiche di

misselling, ovvero pratiche commerciali in cui il cliente non è perfettamente cosciente dei rischi che sta assumendo.

- Il terzo pilastro è lo schema unico di garanzia dei depositi. Vi sono dei sistemi di assicurazione dei depositi (fino a 100 mila euro) che sono diventati obbligatori. Il terzo pilastro dell'unione bancaria ancora non è regolato a livello sovranazionale ma sono solo degli schemi di tutela dei depositi armonizzati tra paesi , soprattutto per via di una certa resistenza da parte della Germania.

L'obiettivo dell'unione bancaria europea è quello di rendere più trasparente la gestione delle crisi e il risanamento. Un' altro 'goal' è quello di rendere più unito e uniforme il sistema di regolamentazione a fronte di una crescente attività transnazionale delle banche e la volontà sottostante era anche quella di cercare di forzare le banche per porre fine a delle doppie crisi , crisi sistema bancario e crisi dei debiti Sovrani, che erano stati un po' all'origine della crisi del debito sovrano del 2011/2012 perché a seguito della crisi del 2008 in cui c'è stata un'onda lunga di aumento della rischiosità delle imprese, molte banche hanno spostato il loro attivo verso titoli pubblici e questo naturalmente aumenta la fragilità del debito sovrano. Vuol dire che se si dipende molto da delle banche nazionali per il collocamento del debito pubblico di quello stato, la probabilità di una correlazione tra crisi dei titoli pubblici e crisi bancaria aumenta evidentemente. L'ultimo obiettivo infine era quello di avere un sistema bancario più sicuro.

Lo schema operativo della vigilanza unica , *single supervisory mechanism*, è quello di avere un corpus unico di regole, una metodologia di supervisione uniforme e dei soggetti passivi della regolamentazione suddivisi tra la parte più importante, in merito alle dimensioni, ma anche di operatività controllate direttamente dalla BCE e una parte di vigilanza decentrata cioè attribuita alle attività bancarie nazionali però secondo uno stesso metodo di vigilanze quale quello adottato dalla BCE. La parte vigilata direttamente dalla BCE si individua essenzialmente in base:

- Dimensione: tutte le banche con un totale attivo (total assets) > 30 miliardi di euro rientrano fra le *significant banks*.
- Attività transfrontaliera: totale Assets/ Pil dello Stato ospitante > 20% (con tot. Assets > 5 miliardi di €). Le banche transnazionali hanno delle imposte bancarie molto ampie quindi i volumi passano facilmente il 20% del PIL del paese ospitante semplicemente perché hanno delle imposte interbancarie che viaggiano per tranche di operazioni molto elevate e questo è un ulteriore elemento di rischio perché dal momento in cui vi è una grande operazione che non va a buon fine si crea quell'effetto domino tipico delle crisi bancarie.
- Rilevanza: il fatto che una banca sia o meno nel gruppo delle *significant banks* viene proposto dalla autorità bancaria nazionale e la decisione viene confermata dalla BCE che però può anche decidere di avocare a sé la vigilanza diretta di un intermediario nel caso previsto dall'articolo 6 del regolamento 1024 del 2013 , il quale prevede che in caso di cattivo stato di salute di una banca la BCE possa decidere d'autorità di farla rientrare tra le *significant banks* .Attualmente in tutta l'Europa ci sono 115 *significant banks* su 8300 soggetti passivi della vigilanza unica e quelle italiane sono 11. Purtroppo il sistema bancario italiano è abbastanza piccolo rispetto ad altri sistemi bancari, come quello tedesco o francese. La Francia all'interno delle sue *significant banks* ne ha 4 che hanno un totale attivo che supera i 1000 miliardi.

Tornando alla vigilanza prudenziale è stato ribadito come gli istituti di vigilanza prudenziale sono quelli che si basano su requisiti patrimoniali, introdotti per la prima volta con gli accordi

di Basilea. Tra i maggiori istituti di vigilanza prudenziale ci sono i limiti alle assunzioni di grandi rischi , ovvero un istituto prudenziale che tende a limitare la concentrazione dell'attivo su singoli prenditori di fondi. Vi sono inoltre altri limiti prudenziali che riguardano le partecipazioni detenibili. In particolare una banca non può detenere partecipazioni in aziende non bancarie o non finanziarie superiori al 25%.

Il *risk appetite framework* è una evoluzione della vigilanza prudenziale introdotta nel 2013 , sempre prevista dalla direttiva sui requisiti patrimoniali , che introduce per la prima volta nei processi bancari questa analisi del rischio di tipo prospettico e non ex post.

Il *risk appetite framework* è una relazione che ogni banca è obbligata ad aggiornare annualmente e che si è venuta a sommare all'unico altro esercizio previsionale che una banca fa che è da un lato il budget, al quale sono collegate i vari obiettivi di ciascuna funzione della banca e il piano a medio termine. Normalmente le banche fanno piani triennali. Con l'introduzione di questo nuovo processo all'interno della *governance* bancaria si sono obbligate le banche a guardare non solo all'espansione dei volumi dimensionali ma anche ai rischi insite nelle poste patrimoniali.

Lo SREP è il metodo di esercizio della vigilanza a distanza introdotto con il mercato unico bancario

I requisiti patrimoniali sono stati introdotti per la prima volta dall'accordo di Basilea del 1988. L'accordo di Basilea è stato pubblicato dalla banca dei regolamenti internazionali che non ha una funzione di vigilanza in senso stretto , bensì hanno una funzione di orientamento dello stile di vigilanza. Raccoglieva inizialmente solo le banche centrali dei primi 10 paesi del G10, attualmente fanno parte di questo panel di supervisor 14 paesi. L'accordo di Basilea 1 è stato poi emendato nel 1996 per tener conto anche del rischio di mercato laddove il primo accordo di Basilea era un metodo di vigilanza prudenziale tutto concentrato solo sul rischio di credito. Ci sono stati poi una serie di limiti che sono emersi nel corso dell'applicazione di questo primo accordo che hanno portato all'approvazione del secondo accordo di Basilea nel 2004, entrato in vigore nel 2007. Nel 2013 viene riformato ulteriormente l'accordo di Basilea , sono state poi introdotte ulteriori modifiche che avrebbero dovuto entrare in vigore nel 2021

La finalità di Basilea 1 è quella di indurre le banche ad aumentare la propria dotazione di capitale in relazione alla rischiosità del proprio attivo. Rischiosità come dicevamo inizialmente solo dal punto di vista del rischio di credito e poi dal 1996 anche a fronte dei rischi di mercato.

Il primo coefficiente patrimoniale era costruito come un requisito patrimoniale minimo che doveva essere uguale o maggiore all'8% di un rapporto tra patrimonio di vigilanza e la sommatoria delle poste dell'attivo pesate per un coefficiente moltiplicativo tanto maggiore quanto maggiore era considerata la rischiosità di quella posta.

$$RPM = PV \cdot \sum A_i \times P_i$$

Il patrimonio di vigilanza funge da 'cuscinetto' in grado di assorbire eventuali perdite connesse allo svolgimento delle attività bancarie. Il patrimonio di vigilanza equivale infatti ai fondi propri dell'istituto di credito ed è costituito da elementi del capitale primario di classe 1 e da elementi di classe 2 ,al netto delle relative deduzioni. La composizione di tale voce, infatti, è dettata in modo univoco dalle istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia che seguono

le linee guida dettate in materia dal Comitato di Basilea istituito dalle maggiori banche centrali del mondo

Il patrimonio di vigilanza si componeva:

- patrimonio di base (Tier 1): fatto di componenti di maggiori qualità del capitale, cioè il capitale versato, fondi rischi e gli utili non distribuiti.
- Patrimonio supplementare (Tier 2): riserve di rivalutazione, strumenti ibridi di patrimonializzazione (a metà tra strumenti di capitale di rischio e capitale di debito).

Nel primo requisito patrimoniale di Basilea 1 figura l'attivo ponderato. Cosa vuol dire attivo ponderato? Le liquidità in cassa sono ponderate zero. Vi è la possibilità di aumentare la cassa fino a livelli molto elevati. I crediti e titoli verso le banche centrali e governi dei paesi OCSE erano considerati come moneta cioè pesati come zero. Ponderati al 20% c'erano i crediti verso banche (non centrali) dei Paesi OCSE. Pesati al 50% i mutui, perché sono strumenti garantiti. Nel caso in cui un soggetto non sia in grado di pagare le rate del mutuo, la banca escute le sue garanzie e si rivale sulla garanzia e quindi quel tipo di credito è meno rischioso di un credito cosiddetto chirografario senza garanzia in cui la banca, se l'azienda fallisce o il privato fallisce, non ha sostanzialmente mezzi patrimoniale su cui rivalersi. I crediti verso imprese del settore privato, verso le partecipazioni in imprese private o le immobilizzazioni fisse sono pesati al 100% , poiché non sono strumenti facilmente negoziabili.

L'ipotesi che una regolamentazione efficace possa ridurre l'*underpricing* viene testata da Hopp utilizzando un indice raccolto da Gwartney e Lawson (2004). Questo indice si riferisce alla regolamentazione dei mercati del credito : la proprietà delle banche , la concorrenza delle banche straniere, l'estensione del credito al settore privato , l'assenza di controlli sui tassi di interesse, l'eccessiva regolamentazione che porta a tassi di interesse reali negativi, i controlli sui tassi di interesse in generale. Ci si aspetterebbe che la regolamentazione del sistema bancario in generale abbia un effetto negativo sull'*underpricing* in quanto una maggiore regolamentazione dovrebbe ridurre gli incentivi per i pagamenti collaterali e dovrebbe diminuire il livello di informazione asimmetrica tra i singoli investitori e le banche sottoscrittrici. L'indice va da 1 a 10, con valori più alti che indicano ambienti di business "migliori". Inoltre, vengono incluse informazioni sulle differenze nei sistemi bancari in generale includendo i dati di Barth, Caprio e Levine (2004), che hanno raccolto un database completo sulla regolamentazione e supervisione delle banche in 107 paesi. I dati si basano su indagini inviate alle autorità nazionali di regolamentazione e supervisione delle banche. Al fine di rappresentare l'efficacia della supervisione bancaria, vengono incluse variabili relative alle restrizioni sulla proprietà, sulle attività commerciali e sulle caratteristiche dei sistemi di assicurazione dei depositi. Barth et al. (2004) sostengono che gli schemi di assicurazione dei depositi potrebbero limitare il rischio di fughe di banche e che una più stretta supervisione ufficiale potrebbe aumentare il monitoraggio delle banche da parte del settore privato. Di conseguenza è stata inclusa una variabile che misura se i paesi possiedono un sistema di assicurazione dei depositi, così come variabili che misurano l'influenza del supervisore nel prendere specifiche azioni correttive. Per indicare una migliore supervisione del settore finanziario è riscontrabile una misura sull'esistenza di un'unica autorità di vigilanza finanziaria. Inoltre, sono incluse informazioni sulla regolamentazione delle attività bancarie, in particolare le restrizioni alle banche di impegnarsi in attività mobiliari.

3.4. Trasparenza contabile

Ci aspetteremo che una maggiore trasparenza contabile conduca a una disponibilità di informazioni più elevata, riducendo conseguentemente le asimmetrie informative, da cui scaturisce un minor grado di *underpricing* per compensare gli investitori esterni. La terza ipotesi è la seguente: una maggiore trasparenza aziendale e divulgazione finanziaria ridurrebbe le asimmetrie informative e determinerebbe un minor *underpricing* per remunerare gli investitori.

Nel verificare l'ipotesi vengono assunti diversi indici da Bushman (2004) come *proxy* per la divulgazione finanziaria e di *governance*: un indice che si riferisce alla struttura di *governance*, alle retribuzioni dell'impresa, alla trasparenza aziendale in termini di tempestività e frequenza dei rapporti. Valori più alti in tutti gli indici indicano maggiore divulgazione/trasparenza. Queste *proxy* dovrebbero fornire indicazioni sull'effetto della trasparenza contabile sulla riduzione delle asimmetrie informative tra l'azienda e gli investitori esterni. Come accennato in precedenza, una maggiore trasparenza finanziaria e di *governance* dovrebbe essere correlata negativamente al livello di *underpricing* riscontrato nei paesi corrispondenti. La disponibilità di informazioni specifiche dell'azienda aumenta la responsabilità di chi governa l'azienda.

Inoltre, per stimare l'impatto dei benefici privati del controllo che gli azionisti più grandi potrebbero ottenere dal livello di *underpricing*, Hopp fa riferimento al rischio di premio. Più alti sono i benefici privati di cui godono gli azionisti di controllo, più pronunciati saranno i problemi di agenzia associati con i nuovi investitori. Di conseguenza, più alti sono i benefici del controllo, più i nuovi investitori bramano un *underpricing* per essere compensati per i rischi aggiuntivi. Per quanto riguarda la concentrazione della proprietà, Shleifer e Vishny (1986), sottolineano l'effetto positivo che la concentrazione potrebbe avere sugli incentivi dei manager. Tuttavia, gli autori riconoscono anche la potenziale diversificazione che potrebbe derivare da una certa dispersione della proprietà. L'analisi di Hopp include, di conseguenza, anche una misura della concentrazione della proprietà per i paesi del campione.

Le aziende dei paesi con una protezione degli investitori più debole hanno trovato un modo per facilitare l'acquisizione di informazioni per gli investitori esterni attraverso la quotazione incrociata di azioni in paesi con una protezione degli investitori più forte e una maggiore trasparenza finanziaria dovuta a requisiti di divulgazione più severi. Di fatto nel modello è presente anche il numero di *American Depository Receipts* (ADR) per indicare la misura in cui le imprese fanno uso di meccanismi sostitutivi di *corporate governance* per superare la debolezza.

La disponibilità di informazioni per gli investitori è uno dei fattori chiave nell'allocazione delle risorse. Un'informazione di qualità elevata gioca un ruolo cruciale nel ridurre le asimmetrie informative e nel mitigare i potenziali conflitti di agenzia (Bushman, 2004).

Le caratteristiche strutturali, culturali ed organizzative delle singole imprese influenzano in maniera determinante i meccanismi di comunicazione, i contenuti e la tipologia delle informazioni fornite al mercato. Variabili esterne al perimetro aziendale influenzano anche e, forse soprattutto, la qualità dell'informativa esterna. In particolar modo è utile tenere in considerazione:

- Norme giuridiche in tema di documenti contabili obbligatori e di informativa istituzionale.
- Regolamentazione in tema di *corporate governance*.

- Prescrizione dei principi contabili , nazionali e internazionali.
- Caratteristiche del pubblico degli investitori , le richieste dei destinatari dell'informativa stessa.

Nel confronto con codeste variabili esterne, la sfida delle società emittenti è costituita non solo dall'identificazione delle categorie di utenti delle informazioni, bensì dalle loro esigenze informative, diversificate e specifiche, che devono essere efficacemente comprese. Il soddisfacimento delle esigenze informative è infatti un requisito chiave per assicurarsi una platea di investitori fidelizzata. Inoltre, l'ampliamento delle categorie di investitori potenziali ed effettivi, determina una particolare rilevanza dell' informativa esterna fornita mediante canali formali e regolamentati piuttosto a quelle trasferite in maniera informale.

Durante una IPO l'azienda emittente sperimenta un drammatico shock di visibilità causato da una grande quantità di informazioni rilasciate al pubblico. In questo contesto i media giocano un ruolo fondamentale nel trasmettere le informazioni agli investitori che si affidano per lo più a notizie di seconda mano e semplificate. Il modo in cui le notizie vengono presentate può plasmare le convinzioni degli investitori al dettaglio e a sua volta guidare la domanda di azioni e i rendimenti del primo giorno.

Le IPO sono un contesto particolarmente interessante per indagare il ruolo della quantità e qualità delle informazioni prodotte dai media, poiché prima della quotazione l'azienda emittente è generalmente poco conosciuta tra gli investitori al dettaglio; al contrario, nel processo di quotazione queste aziende sperimentano un drammatico cambiamento di visibilità. L'entità dell' *underpricing* non è solo legata alla quantità di informazioni disponibili sul processo di IPO, ma anche alla precisione , ovvero qualità, delle informazioni divulgate. Le offerte pubbliche iniziali associate a un maggiore livello di incertezza ,in particolare sul valore dell'IPO stesso, comportano un maggiore *underpricing* atteso . Coerentemente con questo argomento, diversi studiosi sottolineano l'importanza per gli emittenti di IPO di segnalare la loro qualità ai potenziali investitori come mezzo per ridurre il sottoprezzo atteso. Su questa linea, l'assunzione di sottoscrittori rispettabili o l'essere sostenuti da *venture capitalist* hanno dimostrato essere un modo indiretto per segnalare la qualità dell'IPO. Quindi, se la quantità di informazioni diffuse dai media può servire al fine rendere la società emittente più visibile agli investitori disinformati, il modo in cui le stesse informazioni sono riportate può anche produrre effetti importanti e potenzialmente diversi. Data una particolare informazione riportata in un giornale, il tono usato nell'articolo può cambiare drasticamente la percezione del lettore (investitore) riguardo alla qualità/prezzo dell'IPO e di conseguenza modificare il comportamento dell' investitore stesso . Seguendo questa intuizione, è possibile postulare una relazione tra il *sentiment* dell'articolo e l'*underpricing*. In particolare, un *sentiment* positivo (negativo), a parità di tutto il resto, rende gli investitori al dettaglio più (meno) inclini a richiedere azioni, il che a sua volta aumenta (diminuisce) il prezzo del primo giorno di negoziazione.³⁷

Tuttavia, la tempistica della copertura mediatica potrebbe essere altrettanto importante. Alla luce dell'ipotesi di visibilità (attenzione degli investitori) si potrebbe sostenere che lo stesso tono mediatico usato in momenti diversi del processo di IPO può portare a effetti diseguali. Mentre in prossimità della data di IPO l'attenzione degli investitori all'offerta è generalmente alta, molto prima della prima data di negoziazione è improbabile che gli investitori siano

³⁷ Bajo, Emanuele, and Carlo Raimondo. "Media sentiment and IPO underpricing." *Journal of Corporate Finance* 46 (2017): 139-153.

ugualmente interessati alla copertura dei giornali su una particolare IPO. Di conseguenza, si ipotizza che l'effetto del *sentiment* dei giornali diventi più forte con l'avvicinarsi della data di IPO.

I media trasmettono un'ampia serie di informazioni al mercato e, in particolare, agli investitori al dettaglio/non professionali che non sono altrimenti in grado o disposti a raggiungere autonomamente e indipendentemente informazioni importanti e di valore. Il valore delle informazioni fornite dai media deriva dalla costosa attività di selezione tra la quantità virtualmente infinita di informazioni disponibili e dalla potenziale scoperta di informazioni privilegiate. Non è raro che i giornalisti, in particolare quelli di rinomati fornitori di media, abbiano fonti informative speciali e riservate che non rivelerebbero le loro informazioni se non in modo anonimo garantito dai giornalisti stessi. Il contenuto informativo degli articoli dei media è quindi più ricco delle informazioni pubblicamente disponibili, selezionato da organizzazioni di giornali molto rinomate e commentato da giornalisti finanziari specializzati e altamente formati. Una caratteristica fondamentale dei media è il loro capitale reputazionale, insieme alla diffusione dei loro lettori. Queste dimensioni sono probabilmente molto importanti nel definire l'impatto sulla percezione di un'IPO da parte degli investitori. Da un lato, una ampia circolazione dei giornali permette alle notizie di raggiungere un insieme più vasto di potenziali investitori. D'altra parte, è probabile che un giornale più rispettabile possieda una capacità maggiormente efficace nell'influenzare il pubblico, soprattutto quando la complessità dell'argomento, come la qualità della società emittente dell'IPO, richiede competenze e conoscenze che solo una stampa più specializzata può offrire. L'effetto dei toni incorporati nelle notizie riportate dai media più rispettabili e geograficamente dispersi dovrebbe produrre, a parità di tutto il resto, un maggiore impatto sul prezzo dell'IPO.

Nei sistemi capitalistici moderni, la tematica della comunicazione economico-finanziaria esterna d'impresa è ampiamente posta al centro di frequenti dibattiti e oggetto di particolare attenzione. Assume importanza la consapevolezza che vi siano esigenze conoscitive di vaste classi d'utenti e che la manipolazione delle informazioni si scontra con gli imprescindibili principi di etica economica. La qualità dell'informativa esterna dipende altresì da fattori di contesto che variano da paese a paese : regolamentazione specifica in materia di bilancio , processi di valutazione dello stesso , principi contabili e richieste degli utenti dell'informazioni. Riguardo a taluni fattori , per la natura degli stessi , è chiaro come non sia possibile raggiungere un alto margine di flessibilità. Ciò consente agli operatori di godere di un rilevante grado di discrezionalità, che in assenza di un adeguato sistema di controllo può sfociare in politiche di manipolazioni dei dati, delle informazioni e dei risultati attesi. Gli obiettivi delle autorità di controllo sono essenzialmente tre, i quali mirano a verificare:

- L'efficacia ed efficienza delle operazioni dell'impresa emittente
- L'attendibilità delle informazioni
- La conformità (compliance) della gestione alla legge ed ai regolamenti (esterni ed interni)

L'attendibilità delle informazioni può essere letta e valutata in termini di :

- Esistenza: le informazioni devono riflettere operazioni e fatti effettivamente esistenti
- Completezza: il quadro delle informazioni fornite deve essere esaustivo e completo
- Accuratezza: Le informazioni non possono costituire meri dati superficiali , bensì offrire elementi di studio indispensabili per formulare corrette valutazioni da parte degli investitori
- Classificazione : le informazioni devono rispettare definiti parametri di classificazione

- Tempestività (*timing*)
- Descrizione e presentazione : la fruibilità ed accessibilità delle informazioni è funzione delle modalità con cui vengono presentate

Un *capital budgeting* inefficiente potrebbe derivare da un finanziamento esterno oneroso (guidato da asimmetrie informative tra manager e investitori) o da manager che perseguono il loro interesse personale, invece di massimizzare il valore . In quest'ultimo caso si riscontra quindi una mancanza di *governance* aziendale efficiente. Grossman e Stiglitz(1980) ipotizzano che costi inferiori di informazione privata dovrebbero determinare un' informativa sui prezzi azionari qualitativamente superiore. La divulgazione informativa attenua quindi i costi per reperire suddette informazioni e i costi di transazione. Durnev et al.(2004) affermano che gli investimenti di capitale aziendale dovrebbero risultare maggiormente efficienti quando i prezzi delle azioni sono più informativi. Prezzi azionari più informativi trasmettono segnali più rassicuranti sulle qualità delle decisioni manageriali, il che facilita la supervisione di tali decisioni e rende la *governance* aziendale più efficace. Inoltre, Core (1999) riscontra evidenze pratiche che testimoniano come le aziende con strutture di *governance* più deboli presentino accentuati problemi di agenzia. Strutture di *corporate governance* non adeguate determinano una peggiore performance futura delle aziende sui mercati azionari. Fino a pochi anni fa il modello di *governance* statunitense, basato sulla 'public company' e sullo strapotere del CEO, era indicato come il punto di arrivo per tutti i sistemi di *governance*, l'unico capace di assicurare l'efficienza globale tramite il continuo monitoraggio dell'attività di impresa e l'allocazione efficiente delle risorse e dei diritti di controllo. I fatti e gli scandali finanziari , hanno dimostrato però la non esattezza di tale assunzione. Il modello statunitense non è per niente idoneo a prevenire gli scandali finanziari. La problematica della *corporate governance* deve essere dunque rivista , analizzata senza semplicistiche idealizzazioni: gli obiettivi chiave devono essere quelli di creare un sistema di *governance*, che si configuri come un antidoto efficace contro le pressioni che inducono le frodi e comportamenti scorretti e che altresì garantisca un flusso di informazioni tra impresa e investitori esterni continuo e controllato. Il raggiungimento di una piena trasparenza informativa passa dunque attraverso l'efficacia del sistema di *corporate governance* e del sistema di controlli. Un'adeguata regolamentazione si pone quindi come condizione necessaria , ma non sufficiente, per il raggiungimento della trasparenza informativa. L' informativa esterna deve far parte di un progetto di comunicazione integrata, olistico , coerente con l' ambiente di riferimento esterno.

Stenta ancora ad affermarsi la consapevolezza che ogni informazione trasmessa all'esterno contribuisca a qualificare l'immagine d'impresa , a creare future potenzialità . Come dimostrano le cronache finanziarie degli ultimi periodi, non esiste una cultura diffusa della trasparenza. Come conseguenza della limitata qualità dell'informazione, sussiste un atteggiamento critico , diffuso, tra i destinatari dell'informazione.

Il recupero della fiducia degli investitori e l'effettiva affermazione della trasparenza , deve passare necessariamente attraverso una rivisitazione dei sistemi di *governance* e di controllo delle società per azioni. Per *corporate governance* deve intendersi: "insieme di istituzioni , pratiche e regole concepite per evitare l'espropriazione dei diritti degli investitori esterni, ossia non direttamente implicati nella gestione dell'impresa(*outsiders*) da parte dei soggetti interni all'azienda(*insiders*), quali manager, imprenditori o azionisti dominanti."³⁸ Il termine ricomprende tutte le regole che afferiscono e disciplinano il governo d'impresa. Dall' efficacia di tali regole discendono gli eventuali comportamenti opportunistici degli amministratori.

³⁸ A.BERLE, G.MEANS "the modern corporation and private property", NY World Inc.1932

3.5. Modelli di *corporate governance* e protezione degli investitori

Evidenze recenti suggeriscono un forte effetto della protezione degli investitori sullo sviluppo dei mercati finanziari. Ambienti di investimento più protettivi rendono gli investitori più inclini a investire e portano a valutazioni aziendali più elevate. La Porta et al. (2002) documentano che gli investitori sono disposti a pagare di più per le attività finanziarie quando sono protetti dal sistema legale. Shleifer e Wolfenzon (2002) analizzano l'impatto della protezione degli investitori sulla decisione di andare in borsa. Mostrano che le imprese sarebbero più grandi, più ricche, i dividendi sarebbero più alti, la concentrazione della proprietà sarebbe più bassa e i mercati azionari sarebbero più sviluppati nei paesi con una migliore protezione degli azionisti.

I diritti concessi agli azionisti dipendono anche dalle regole legali della giurisdizione in cui una società opera e in cui le azioni corrispondenti sono emesse. La Porta et al. (1998) trovano prove di differenze nella protezione degli azionisti e nella qualità dell'applicazione della legge. I risultati mostrano che i paesi di *common law* hanno la più forte protezione legale degli investitori, mentre i paesi di *civil law* hanno la più debole. Inoltre, evidenziano che i piccoli azionisti diversificati giocano un ruolo trascurabile nei paesi con bassa protezione degli azionisti. I diritti degli azionisti diventano critici quando i manager abusano delle loro informazioni e del loro potere per i propri interessi.

I due principali modelli di *corporate governance* si diversificano fondamentalmente per il modo di concepire la separazione tra proprietà e controllo. Nel modello '*outsider system*', classificabile anche come *market oriented*, la *public company* è la tipologia di società prevalente. È caratterizzato da un elevato frazionamento della proprietà, fattore che contraddistingue le società quotate nei mercati finanziari regolamentati, e da una bassa concentrazione proprietaria. Il meccanismo principale per regolare i conflitti tra azionisti e manager è rappresentato dal mercato stesso, attraverso un monitoraggio che trova la sua ragion d'essere nei continui cambiamenti della proprietà tramite negoziazione di azioni. Tale modello di *corporate governance* caratterizza i paesi anglo americani, in cui, con un sistema di *common law*, il grado di protezione per gli azionisti di minoranza e per i creditori sociali è elevato e la proprietà delle aziende è prevalentemente diffusa³⁹.

Nel modello "*insider system*", definito anche modello renano, la proprietà è fortemente concentrata in uno 'zoccolo duro' con un importante ruolo decisionale costituito da pochi o singoli gruppi a carattere familiare o bancario. La relazione stringente che sussiste fra Stato, industria e sistema bancario rappresenta il perno sui cui ruota tutto il sistema; il mercato finanziario non è ampiamente sviluppato e non opera in maniera efficiente, per via della forte presenza delle banche nel capitale delle imprese, della loro influenza nel processo decisionale e dell'orientamento generale della gestione verso il raggiungimento degli obiettivi e la salvaguardia degli interessi della proprietà. Il modello di *corporate governance* illustrato caratterizza i paesi europei, in particolar modo: Germania, Svizzera, Austria, Francia e Italia, in cui vi è una forte concentrazione della proprietà e una scarsa quota attribuita agli azionisti minori.

Un'importante considerazione va fatta in merito all'importanza che l'informazione va ad avere nei due modelli, a seconda del quale in analisi, viene ad assumere il ruolo di variabile cruciale. L'informativa esterna nel primo modello di *corporate governance* sopra presentato

³⁹ L.Spaventa, "Struttura proprietaria e corporate governance. Ai confini tra diritto ed economia", Università degli studi di Macerata, Laboratorio Fausto Vicarelli, 2002, p.1

assume un ruolo imprescindibile ed essenziale , per via del fatto che il mercato ricopre il ruolo di *arbiter* della performance delle imprese , nella logica del *takeover*. E' stato già evidenziato nei paragrafi precedenti quanto importante sia un' informativa corretta, trasparente e facilmente reperibile per tutti gli *stakeholders*. Nelle esperienze dell' Europa continentale, invece, l'informazione non ricopre un ruolo così preponderante e non assume il più delle volte la configurazione di strumento imparziale di comunicazione, poiché si tendono a privilegiare gli interessi degli azionisti di controllo e non è facile per gli investitori esterni acquisire informazioni chiave circa la performance dell'impresa e la relativa gestione aziendale.

Un'ulteriore classificazione è quella che trova le sue radici sulle relazioni instaurabili fra i vari organi di gestione. Distinguiamo due tipologie di strutture degli organi sociali:

- *One-tier system* , in cui è previsto un unico organo governativo che ricopre le funzioni di gestione aziendale e assiduo monitoraggio della stessa; l'organo che ricopre un ruolo centrale in questo sistema è il *board of directors*, il quale attiene alle direttive degli *executive directors*, che rappresentano il management, e dei non *executive directors*, espressione invece degli azionisti. Tale sistema è tipico della realtà industriale degli Stati Uniti e Inghilterra , ma anche di Spagna e Portogallo.
- *Two-tier system* , in cui il potere di gestione e quello di controllo sono nelle mani di due organi indipendenti e tra loro separati , ognuno dei quali ricopre peculiari responsabilità. Il *supervisory board* è privo di poteri esecutivi , nomina , controlla e revoca il *management board* , in cui è concentrata tutta la responsabilità esecutiva. Questo sistema è tipico della realtà industriale di Germania, Svizzera e Austria.

Il sistema capitalistico americano si caratterizza per una netta separazione fra proprietà e soggetto economico; il socio è considerato alla stregua di un mero investitore , il cui unico obiettivo è quello di ottenere un rendimento in termini di dividendi. L'*equity market* in questo sistema è ampiamente sviluppato, rappresenta il principale luogo per il reperimento dei capitali, è vitale quindi che vi sia un'adeguata e trasparente informativa per supportare decisioni adeguate di investimenti. Gli organi di governo , di tipo *one-tier system*, ricoprono contemporaneamente sia funzioni direttive che di controllo. L'assemblea dei soci , dal punto di vista formale, sembra essere l'organo fondamentale della *governance* , mentre dal punto di vista sostanziale il *board of directors* è altamente responsabilizzato per ciò che attiene la gestione aziendale. L'assemblea dei soci , nella complessità dell' economia americana , non ricopre un ruolo né di indirizzo né tantomeno di controllo. La tutela dei diritti dei soci avviene attraverso l'azione dei fondi pensione , i quali detengono investimenti rilevanti nelle più importanti imprese nazionali e internazionali, e una lobby fortissima , che da sempre ha contraddistinto lo scenario americano. Gli istituti bancari ricoprono invece un ruolo marginale e godono di scarsa fiducia , soprattutto per quanto è accaduto nella prima metà del novecento . Il settore nel suo complesso , infatti, è stato uno dei maggiori capri espiatori della crisi degli anni '30 e conseguentemente oggetto di una stringente regolamentazione che ne ha decisamente limitato il potere e i relativi margini di manovra. La figura predominante nel sistema americano è quella del *Chief Executive Officer* (CEO) , il quale predispose le strategie direzionali e programma le azioni del management , rimanendo comunque vincolato ad un controllo da parte del *board of directors*.

La struttura del controllo proprietario nel Regno Unito delinea un modello caratterizzato da un mercato dei capitali estremamente liquido e di ampie dimensioni , e da un'elevata proprietà delle grandi e medie imprese. Anche il Regno Unito ,come gli Stati Uniti, ha sviluppato un sistema di tipo *one tier*. All'interno del *board* , quindi, vengono svolte entrambe le funzioni di gestione e controllo. Il Board deve detenere, secondo la disciplina inglese, il pieno ed

effettivo controllo della società e deve effettuare azione di sorveglianza nei confronti del management esecutivo. Secondo la *common law* inglese le società non devono dotarsi di una struttura organizzativa ben precisa, bensì quella che si trova è dovuta generalmente alla prassi.

Il principio di apertura, *openess*, si estrinseca nella trasmissione all'esterno delle informazioni attinenti l'operato dei *directors* e costituisce lo strumento fondamentale per mantenere la fiducia degli investitori esterni, grazie ad un attento monitoraggio di quest'ultimi sull'operato del *board* e la possibilità di prendere provvedimenti tempestivi in caso di comportamenti opportunistici.

Il principio di integrità evidenzia la necessità che i *directors* redigano in maniera chiara, completa ed esaustiva il prospetto informativo e i documenti destinati agli azionisti, per renderli realmente consci della situazione economico-finanziaria e della realtà aziendale.

Il principio di responsabilità, infine, rimarca il fatto che l'organo amministrativo, poiché è posto nelle condizioni di esercitare il massimo potere decisionale all'interno dell'azienda, ha il dovere di esplicitare il proprio operato a tutti i vari azionisti.

A differenza di quanto accade oltre oceano, in Inghilterra, non vi è l'obbligo per le società quotate di prevedere al proprio interno una funzione specifica che si occupi di *internal audit*. Vista però l'importanza di tale ruolo e la rilevanza che il mercato gli riconosce, il *London Stock Exchange* raccomanda di seguire le indicazioni, non vincolanti, del *Cadbury Code* e, in caso contrario, giustificare le ragioni che hanno portato a tali scelte.⁴⁰

Beck et al. (2001) sottolineano che l'origine legale di un paese aiuta a spiegare lo sviluppo delle sue istituzioni finanziarie. I sistemi legali differiscono nella loro capacità di facilitare gli scambi privati e di sostenere nuove transazioni finanziarie e commerciali. Un paese non può cambiare la sua origine legale, ma può, tuttavia, riformare il suo sistema giudiziario enfatizzando i diritti degli investitori esterni, fornendo un'applicazione dei contratti più certa ed efficiente, creando un sistema legale che si adatti più facilmente alle mutevoli condizioni economiche. Per un dato livello di protezione degli investitori, gli incentivi ad adottare migliori meccanismi di *governance* a livello aziendale sono una funzione crescente dello sviluppo economico e finanziario del paese. Migliori meccanismi di *governance* permettono alle imprese di accedere ai mercati dei capitali a condizioni migliori. Ciò è di estrema importanza per le aziende con preziose opportunità di crescita che non possono essere finanziate internamente. Tuttavia, la *corporate governance* interagisce con la costituzione complessiva dell'applicazione della legge e della protezione degli investitori.

I buoni meccanismi di *corporate governance* a livello aziendale sono resi obsoleti nei paesi con scarso sviluppo economico e scarsa protezione degli investitori.

Date le differenze sistematiche nella struttura dei sistemi giuridici e nella loro corrispondente applicazione, sono analizzate da Hopp come queste differenze possano influire sul livello di *underpricing* nei paesi in esame.

E' possibile formulare la seguente ipotesi: una protezione degli investitori più efficace ridurrebbe i costi degli svantaggi informativi e potrebbe tradursi in un minore *underpricing*

⁴⁰ Fiori, Giovanni, and R. Tiscini. "Corporate Governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale." (2005): 1-208.

concesso agli investitori. Si sostiene che la protezione dei diritti degli azionisti influisca sul rischio percepito dagli investitori nelle transazioni 'going public' e che le differenze nel sistema legale sono importanti per il verificarsi e l'entità dell'*underpricing* delle IPO. Per testare questa ipotesi, vengono impiegati una serie di indici ampiamente utilizzati nella recente letteratura empirica. In particolare, l'indice di Gwartney e Lawson relativo alla struttura legale e alla sicurezza dei diritti di proprietà, globale le misure di indipendenza giudiziaria, protezione dei diritti di proprietà intellettuale, tribunali imparziali, interferenza militare e integrità del sistema giuridico. Inoltre, figura l'indice di stabilità del governo e un indice di corruzione percepita. L'indice ha un range da 0, che rappresenta la massima corruzione, a 12, assenza corruzione.

La nozione di considerare le azioni solo come il valore attuale dei flussi di cassa futuri non tiene conto dei diritti sostanziali ad esse connessi, per dare agli azionisti un'influenza sostanziale nel controllo delle decisioni manageriali. Come sottolineato da La Porta et al. (1998) le leggi e la qualità dell'applicazione sono fattori potenzialmente importanti quando si analizzano i diritti e la protezione degli azionisti. Nel modello di Hopp vi sono varie *proxy* per testare l'influenza del contesto legale sull'entità dell'*underpricing* delle IPO. L'indice '*antidirectors*' misura quanto fortemente il sistema legale favorisca gli azionisti di minoranza rispetto ai manager e agli azionisti di maggioranza. Sono inclusi alcuni dei sotto componenti dell'indice '*antidirectors*'. Per esempio: il blocco delle azioni prima di un'assemblea annuale, il quale potrebbe rendere difficile per gli azionisti di minoranza esercitare i loro diritti di voto sugli azionisti di maggioranza. Inoltre, è incluso il numero di voti per convocare un'assemblea straordinaria degli azionisti. Più alta è la percentuale richiesta, più difficile diventa per gli azionisti di minoranza espropriare il management. Proseguendo in quest'ottica, è anche incluso l'indice che come *proxy* dà evidenza della misura in cui la minoranza è oppressa, il quale indica se gli azionisti di minoranza hanno mezzi legali da perseguire in caso di cambiamenti fondamentali all'interno della società ad esempio: fusioni, cessioni di attività. Grossman e Hart (1988) sostengono che gli investitori potrebbero essere meglio protetti quando i diritti di dividendo sono legati ai diritti di voto. Una variabile *dummy* indica se i paesi sono caratterizzati da tali regole. Infine, sono riscontrabili: un indice che misura se il paese corrispondente è caratterizzato da *civil law o common law*; un indice delle sanzioni penali; un indice che evidenzia se gli investitori hanno o meno l'opportunità di intraprendere una *class action* contro la società emittente e le parti coinvolte; un indice dei requisiti di divulgazione.

3.6. Analisi del modello di Hopp

Il set di dati include più di 500 osservazioni di 29 paesi nel periodo 1988-2005. I livelli di *underpricing* delle IPO sono aggregati su tutte le emissioni per ogni paese in ogni anno. La variabile dipendente è il livello mediano annuale di *underpricing* delle IPO in percentuale per ogni paese nel dataset. L'*underpricing* delle IPO è calcolato come la differenza tra il prezzo di offerta delle azioni vendute pubblicamente agli investitori e il prezzo al quale le stesse azioni vengono scambiate successivamente nel mercato azionario.

TABELLA 1 : VARIAZIONI DEI LIVELLI DI IPO E IPO UNDERPRICING ⁴¹

Country	Number of IPOs	Weighted average underpricing (%)	Maximum underpricing (%)	Minimum underpricing (%)	Variation in IPO activity	Variation in underpricing (%)
Australia	1241	24.49	105.42	5.74	56.04	25.86
Austria	72	7.14	24.54	-3.22	3.43	7.52
Belgium	46	9.86	12.45	0.77	4.46	5.00
Canada	684	34.19	59.52	15.95	28.84	13.44
Denmark	42	9.63	22.25	-2.74	1.81	7.83
Finland	124	10.92	35.83	0.77	11.36	10.25
France	452	12.18	19.03	1.87	27.20	5.68
Germany	513	37.78	61.57	-3.50	43.44	18.86
Greece	341	37.42	102.80	-11.30	14.81	31.01
Hong Kong, China	517	13.12	37.80	-1.48	15.48	11.97
India	2713	96.74	534.82	26.68	249.62	140.92
Italy	197	12.5	71.93	-9.66	10.18	20.23
Japan	1419	26.43	136.63	5.31	37.54	32.22
Malaysia	507	87.12	195.62	-10.70	21.87	56.36
The Netherlands	88	14.47	35.12	-4.32	5.72	10.54
New Zealand	65	6.12	26.89	-24.00	3.83	11.92
Norway	106	10.12	87.35	-7.42	4.99	22.96
Philippines	109	20.27	77.42	-1.69	6.16	24.18
Singapore	308	22.43	55.71	-2.22	19.14	18.87
Spain	123	12.37	28.87	-6.37	7.45	9.74
Sweden	183	17.43	60.60	-0.30	10.46	15.84
Switzerland	57	16.69	42.69	-2.31	4.16	12.32
United Kingdom	838	13.92	38.32	3.67	42.65	8.43
United States	6554	21.73	72.98	8.48	226.27	16.17

La tabella riassume il numero totale di IPO e il corrispondente livello medio e mediano di *underpricing* nel periodo 1989-2005. In quest'ultima, inoltre, sono riportati i livelli massimi e minimi di *underpricing*. Come si può osservare, le IPO sono sotto prezzate in quasi tutti i paesi. La tabella mostra anche che il numero di società che si quotano in borsa varia ampiamente tra i paesi.

⁴¹ Hopp, Christian, and Axel Dreher. "Do differences in institutional and legal environments explain cross-country variations in IPO underpricing?." *Applied Economics* 45.4 (2013): 435-454.

Si può dedurre che soprattutto gli Stati Uniti , con quasi 6.600 IPO nel periodo 1988-2005, il Regno Unito e la Cina con circa 800 e il Giappone con quasi 1.200 IPO sono tra i paesi più attivi. Secondo la tabella, l'India mostra il più alto grado di *underpricing*, con un rendimento medio del primo giorno di negoziazione di quasi il 70%, seguita dalla Malesia con il 56%. All'altra estremità della scala, i paesi con livelli molto bassi di *underpricing* sono Taiwan e Austria. Sulla base dei numeri presentati nella tabella , si può osservare che i paesi variano sostanzialmente nel numero di IPO nel periodo 1988-2005 e, soprattutto, nei livelli medi/mediani di *underpricing*. A causa della grande dispersione dei rendimenti all'interno di un dato anno, l'analisi di Hopp viene costruita sulla mediana piuttosto che sul livello medio di *underpricing* . E' incluso il livello massimo e minimo di *underpricing* , basato sul dato mediano per anno per ogni paese. Paesi come il Giappone, la Nuova Zelanda e la Malesia mostrano rendimenti percentuali massimi a tre cifre nel primo giorno di negoziazione, mentre il Regno Unito, l'Austria e il Belgio, ad esempio, riportano solo rendimenti del primo giorno a una cifra come massimo per anno. Apparentemente, i rendimenti del primo giorno sono soggetti a grandi fluttuazioni nel tempo e fra i paesi.

Di seguito si riportano quali fattori contribuiscono alla differenza osservabile nell'*underpricing* delle IPO tra i vari paesi.

Le equazioni hanno la seguente forma: $\text{underpricing} = \alpha + \beta X_{it} + \eta_t + \varepsilon_{it}$, dove X_{it} è il vettore delle variabili che verificano le nostre ipotesi, η_t sono effetti fissi di periodo, mentre ε_{it} è il disturbo.

Nell' equazione di base sono tenute fisse le caratteristiche generali del paese, che non sono direttamente attribuibili a una delle ipotesi, ma piuttosto rappresentano lo stato generale dello sviluppo di un paese. L'equazione di base include il tasso di rendimento medio annuo di mercato di un paese (basato sui rendimenti mensili log), ottenuto dagli indici MSCI, per controllare lo sviluppo precedente del mercato azionario che potrebbe avere un impatto sulle considerazioni di market timing per gli emittenti, in linea con il fenomeno dei 'hot markets' o il modello 'Winner's Curse' .Il modello include anche la crescita annuale del PIL, insieme a una variabile che indica se un programma del Fondo Monetario Internazionale (FMI) è stato in atto per il paese corrispondente in un dato anno per almeno 5 mesi. La variabile della crescita del PIL controlla lo sviluppo economico generale che potrebbe potenzialmente influenzare l'attrattività di un paese dalla prospettiva degli investitori. La variabile FMI controlla l'ambiente economico , difatti i paesi sotto accordi con il FMI di solito sperimentano crisi economiche e una forte pressione esterna sulla politica economica. Il numero di IPO in un dato anno entra nella regressione in logaritmo naturale. Inizialmente, l'autore ha evidenziato le caratteristiche strettamente regionali e geografiche dei paesi, la crescita della popolazione, il PIL pro capite e il tasso di disoccupazione. Tuttavia, queste variabili si sono rivelate completamente insignificanti al fine dell'analisi.

TABELLA 2 : RISULTATI DEL MODELLO⁴²

	Base	Hypothesis 1		Hypothesis 2		Hypothesis 3		Full model	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Market return	0.226* (1.85)	0.185 (1.40)	0.203* (1.70)	0.299** (2.37)	0.225* (1.89)	0.301** (2.54)	0.305** (2.57)	0.243** (2.08)	0.233** (2.00)
Economic growth	0.029*** (2.90)	0.009 (0.75)	0.011 (0.95)	0.005 (0.41)	0.008 (0.69)	0.013 (1.16)	0.012 (1.09)	0.002 (0.21)	0.003 (0.30)
IMF program, dummy	0.680*** (5.23)	0.512*** (3.12)	0.404*** (3.03)	0.409** (2.52)	0.307** (2.24)	0.374*** (2.68)	0.389*** (2.84)	0.153 (1.11)	0.190 (1.41)
Number of IPOs (log)	0.073*** (4.87)	0.050** (2.41)	0.044** (2.45)	0.020 (0.86)	0.027* (1.69)	0.053*** (3.04)	0.054*** (3.13)	0.034* (1.80)	0.042** (2.37)
Stock market turnover	-2.449 (0.93)	-2.728 (0.94)	-4.214 (1.64)	0.794 (0.17)	-0.388 (0.15)	-2.791 (1.02)	-2.600 (0.95)	-2.051 (1.82)	-1.266 (4.02)
Civil law, dummy		-0.516*** (3.69)	-0.528*** (5.25)					-0.300* (1.82)	-0.407*** (4.02)
One-share-one-vote, dummy		-0.021 (0.21)							
Proxy voting by mail, dummy		-0.058 (0.24)	-0.233*** (4.06)					0.169* (1.77)	0.177* (1.88)
Blocking of shares, dummy		0.307 (1.11)							
Cumulative voting, dummy		0.518** (1.96)	0.339*** (4.07)					0.513*** (2.85)	0.580*** (5.00)
Oppressed minority, dummy		-0.219 (1.00)	-0.338*** (3.29)					-0.530*** (2.58)	-0.600*** (4.63)
Pre-emptive rights of new issues		0.386 (1.40)	0.146*** (2.90)					0.134* (1.70)	0.128** (2.48)
Votes to call extraordinary meeting		-1.813 (1.12)							
New anti-directors index		-0.185 (0.81)							
Mandatory dividends, dummy		-0.085 (0.18)							
Rule of law				-0.085* (1.77)					
Bureaucratic quality				-0.002 (0.06)					
Corruption				-0.039* (1.87)	-0.046*** (3.24)			-0.013 (0.70)	
Risk of repudiation				-0.377*** (3.08)	-0.325*** (5.08)			-0.115 (1.10)	-0.088*** (2.79)

Nel complesso, i risultati della tabella forniscono sostegno ad alcune delle ipotesi, mentre ne respingono chiaramente altre. Per quanto riguarda la prima ipotesi, i risultati mostrano come l'*underpricing* aumenti con valori più alti scambiati nel mercato azionario (rispetto al PIL). Ciò indica che i mercati azionari più consolidati in termini di volume mostrano un livello più alto di *underpricing*, contraddicendo chiaramente l'ipotesi. In alternativa, Michelacci e Suarez (2004) riconoscono che i mercati dei capitali più sviluppati o una dipendenza relativamente alta dai mercati dei capitali azionari potrebbero indurre le imprese più giovani a quotarsi in borsa prematuramente. Dati i rischi più alti e la maggiore opacità di queste aziende, la sottovalutazione potrebbe essere più alta. L'evidenza mostra che negli Stati Uniti, le aziende che si quotano sono tipicamente più giovani delle loro corrispondenti controparti europee (Fama e French, 2001). la facilità di accesso al capitale ha un coefficiente negativo atteso ma

⁴² Hopp, Christian, and Axel Dreher. "Do differences in institutional and legal environments explain cross-country variations in IPO underpricing?." *Applied Economics* 45.4 (2013): 435-454.

non risulta essere significativo nel modello finale. Quindi, non c'è alcuna prova, quando sono tenuti invariati gli altri fattori, che la facile disponibilità di capitale esterno riduca la sottovalutazione delle azioni emesse.

Rispetto alla seconda ipotesi, i risultati mostrano che limitare le attività commerciali delle banche commerciali ha un impatto positivo sul livello di *underpricing*, al livello del 5%. Limitare le banche ad impegnarsi congiuntamente nella sottoscrizione, intermediazione e negoziazione di titoli sembra attenuare la caduta del prezzo nel processo di quotazione. Inoltre, la concorrenza portata dalle banche straniere (numero di banche straniere rispetto al numero di banche totali) ha un impatto negativo sull'*underpricing*. Il risultato suggerisce la prova dell'affermazione di Carter e Manaster (1990) che sottolineano il ruolo certificativo dei sottoscrittori più affermati per la riduzione delle asimmetrie informative durante il processo di 'going public'. In secondo luogo, la concorrenza portata da operatori stranieri potrebbe anche ridurre l'incentivo per gli operatori consolidati a impegnarsi in operazioni di auto vendita e potrebbe aiutare ad autoregolamentare il mercato, riducendo così le asimmetrie informative.

Secondo l'ipotesi 3, una maggiore trasparenza a livello aziendale dovrebbe portare a una maggiore variazione specifica dell'impresa nei prezzi delle azioni e quindi a prezzi delle azioni più informativi. I risultati mostrano che il rating contabile dei paesi, rispetto all'inclusione o all'omissione di un'ampia varietà di voci, ha un impatto negativo e significativo sull'*underpricing* delle IPO, al livello dell'1%. Quando le imprese sono obbligate a divulgare le voci nella loro relazione annuale, i problemi di informazione asimmetrica sono alleviati. Inoltre, si può dedurre che la deviazione standard del rating di *governance* e trasparenza ha un effetto positivo e significativo. Più alta è la dispersione della *governance* e della trasparenza tra le aziende del paese, più alti sono i rischi affrontati dagli investitori esterni. Di conseguenza, è ravvisabile un aumento dell'*underpricing* come risposta.

Per quanto riguarda l'ipotesi 4, i risultati mostrano che l'*underpricing* aumenta significativamente con la stabilità del governo, al livello di significatività dell'uno per cento. È interessante notare che i governi più stabili contribuiscono positivamente al premio che gli investitori richiedono quando investono in IPO in quei paesi. In quest'ottica, potrebbe essere interessante sottolineare come i risultati evidenziati potrebbero suggerire che i governi più stabili godrebbero di maggiori benefici privati nell'economia e che quindi il livello di *underpricing* potrebbe essere più alto.

3.7. Il mercato azionario italiano : studio IPO 2010-2020 e *cross-country* analisi

Quest'ultimo paragrafo ha l'obiettivo di indagare sulle differenze nei livelli medi di *underpricing* dei vari paesi e la rilevanza del contesto geografico e istituzionale nell'influenzare direttamente il fenomeno. Nella prima parte verrà esplicitata un'analisi per calcolare il livello medio di *underpricing* nel mercato azionario italiano nell'ultimo decennio, confrontandolo con i valori di *underpricing* di altri due paesi europei che presentano un mercato dei capitali efficiente, ovvero Francia e Germania. Tali paesi sono caratterizzati da mercati maturi, anche se non finanziariamente così sviluppati, in cui le imprese ricorrono alle figure di intermediari e *underwriters*. Il dato che otterrò confrontando i prezzi di offerta e di chiusura per ogni singola società quotata rappresenterà un'anomalia di breve periodo che verrà confrontata con la performance di lungo periodo. In linea con le considerazioni espresse nei capitoli precedenti quest'ultima analisi dovrà avvalorare la tesi che il contesto geografico ricopre un ruolo cruciale e ha un impatto sulla performance di lungo periodo.

Innanzitutto l'obiettivo è verificare che nel periodo di tempo che decorre dal 2010 al 2020 vi sia *underpricing* nelle IPO avvenute nel mercato azionario italiano.

Ipotesi 1 : Le IPO nel mercato azionario nel periodo 2010-2020 sono caratterizzate da *underpricing*.

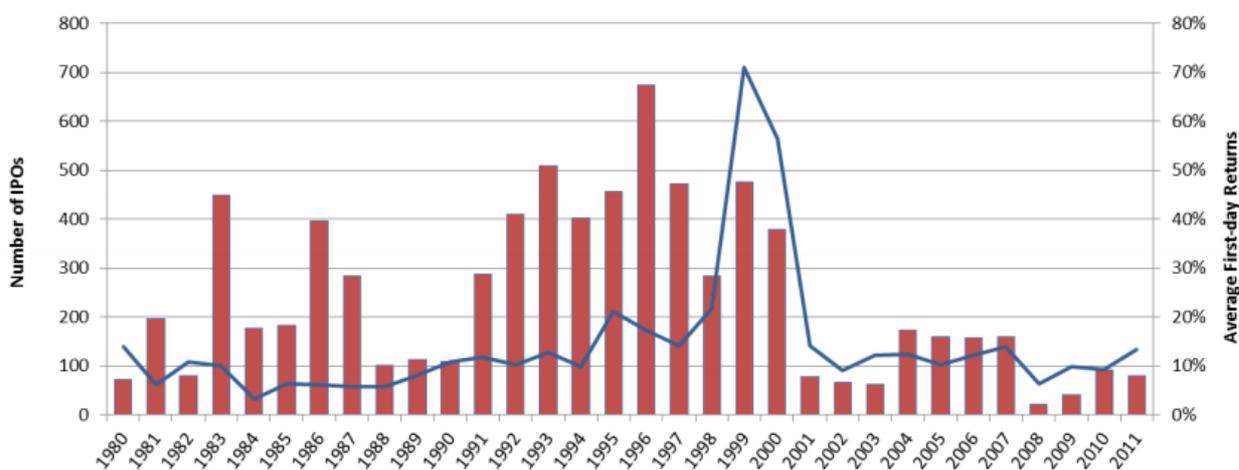
La seconda ipotesi si propone di verificare che le IPO conseguite in questo lasso temporale seguano una performance di lungo periodo differente, in linea con l'assunzione che le la localizzazione geografica e il contesto istituzionale in cui sono calate giochino un ruolo chiave.

La seconda anomalia che caratterizza le IPO , difatti, è una *long run performance* negativa di lungo periodo. A differenza dell'*underpricing* , il quale è un fenomeno che si sviluppa nel breve periodo , tale anomalia implica che le azioni oggetto di IPO abbiano rendimenti sotto la media per periodi di tempo lunghi , evidenziando l'incapacità dei mercati di prezzare quest'ultime in maniera corretta.

Ipotesi 2: I mercati orientati verso gli intermediari risultano essere maggiormente efficienti nel lungo periodo.

Dal 1980 al 2011 gli investitori americani che hanno comprato azioni in un IPO a un prezzo pari a quello di chiusura del primo giorno di negoziazione avrebbero perso il 18,7% rispetto al mercato nei tre anni successivi. La reazione iniziale a una nuova emissione era troppo ottimistica. Questi cattivi risultati possono essere spiegati dal fatto che gli IPO sono in buona misura costituite da piccole imprese in crescita. La mia ipotesi propone di verificare che le performance di lungo periodo siano migliori nel mercato dell' Europa continentale, in cui è preponderante il ruolo degli intermediari , rispetto a quello del mercato statunitense.

Number of Offerings and Average First-day Returns on US IPOs, 1980-2011



Fonte : Database ufficiale sito Ritter. <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>

COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE E METODOLOGIA D'ANALISI

Il campione comprende 36 IPO che sono avvenute in Borsa Italiana tra il 2010 e il 2020. Sono state prese in considerazione le IPO avvenute nel MTA (mercato telematico azionario). E' suddiviso in tre indici: FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia small cap. Ogni titolo appartiene a uno degli indici elencato, ma al contempo può essere ricompreso nel segmento STAR.

Si rimarca il concetto che il tessuto italiano sia costituito prevalentemente da PMI, infatti il FTSE Italia Mid Cap riscontra 16 IPO, il FTSE Italia Small Cap registra 12 IPO , mentre FTSE MIB esclusivamente 6 quotazioni.

Tutti i dati utilizzati per verificare le ipotesi sono stati osservati dalla sezione ‘archivio IPO e altre ammissioni’ del sito Borsa Italiana. La serie storica relativa a ciascun titolo su Yahoo finance è stata consultata per individuare il prezzo di offerta del titolo e il prezzo di chiusura alla prima giornata di negoziazione. Queste informazioni sono essenziali per quanto concerne il calcolo svolto su excel al fine determinare l’ *underpricing* attraverso la formula del cosiddetto ‘simple underpricing’

$$UP_i = (P_{i,1} - P_{i,0}) / P_{i,0} = (P_{i,1} / P_{i,0}) - 1 \approx \ln(P_{i,1} / P_{i,0})$$

Con $P_{i,1}$ si intende il prezzo del titolo i alla chiusura della prima giornata di negoziazione, mentre con $P_{i,0}$ si intende il prezzo di offerta del titolo.

Il mercato borsistico azionario in Italia è gestito da Borsa Italiana SpA , dal 2007 fa parte del *London Stock Exchange Group* , è segmentato in vari listini⁴³ :

- Mercato azionario telematico (MTA) in cui sono quotate le società di media e grande capitalizzazione italiane; all’interno del MTA è presente anche MTA *international*, il segmento dedicato ad azioni di alcuni importanti emittenti esteri già negoziati in altri mercati regolamentati comunitari.
- Il segmento STAR , dedicato alle imprese che si impegnano a mantenere un elevato standard di trasparenza e qualità della *corporate governance* , che in cambio ottengono particolare visibilità sul listino.
- Il segmento MIV , Mercato Telematico degli *Investment Vehicles*, dedicato ai veicoli di investimento quali fondi chiusi , *investment companies*, *special purpose acquisition companies* (SPAC) e *real estate investment companies*.
- Il mercato AIM Italia dedicato alle piccole e medie imprese.

La segmentazione del mercato risponde all’obiettivo di individuare requisiti specifici per ogni categoria di impresa, facilitando l’accesso alle piccole e medie imprese attraverso una riduzione dei costi.

Dal campione sono state escluse le IPO avvenute nel mercato AIM Italia , poiché quest’ultimo non è regolamentato, nonostante vi sia ogni anno la maggior concentrazione di IPO. Altresì non sono state prese in considerazione le IPO condotte nel MIV ,poiché come sopra evidenziato risulta essere un segmento dedicato esclusivamente a particolari veicoli di investimenti. E’ doveroso sottolineare come dal campione di analisi sono state scartate alcune società che hanno effettuato *delisting*(ENEL Green Power, Gima TT ,Moleskine) poiché sarebbe diventato difficile recuperare i dati relativi alle serie storiche dei prezzi.

Al fine di analizzare la performance di lungo periodo è stato preso in considerazione un orizzonte temporale di 3 anni. Attraverso la formula del BHAR, si ottiene un risultato in percentuale che esprime l’extra rendimento che il titolo in questione è stato in grado di generare rispetto all’indice di mercato di riferimento.

⁴³ Brealey, R. A., Myers, S. C., Sandri, S., & Bigelli, M. (2003). *Principi di finanza aziendale*. Milano: McGraw-Hill.

$$BHAR_{i(t,T)} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{B,t})$$

$R_{i,t}$, indica il rendimento mensile del titolo in analisi : la media dei rendimenti giornalieri, ottenuta come il logaritmo naturale del rapporto del prezzo di chiusura giornaliero con quello di chiusura del giorno precedente. Per calcolare il rendimento giornaliero del quinto giorno di negoziazione, ad esempio, si sono effettuati i seguenti calcoli : Ln (P di chiusura del quinto giorno/ P di chiusura del quarto giorno).

$R_{b,t}$ fa riferimento al rendimento mensile del benchmark di mercato (indice di mercato) preso a riferimento , grazie al quale si misura la performance del titolo. L'indice FTSE MIB è il più rappresentativo del mercato italiano e meglio approssima gli standard internazionali. FTSE MIB è il principale indice di benchmark dei mercati azionari italiani. Questo indice coglie circa l'80% della capitalizzazione di mercato interna, è composto da società di primaria importanza e a liquidità elevata nei diversi settori ICB in Italia.

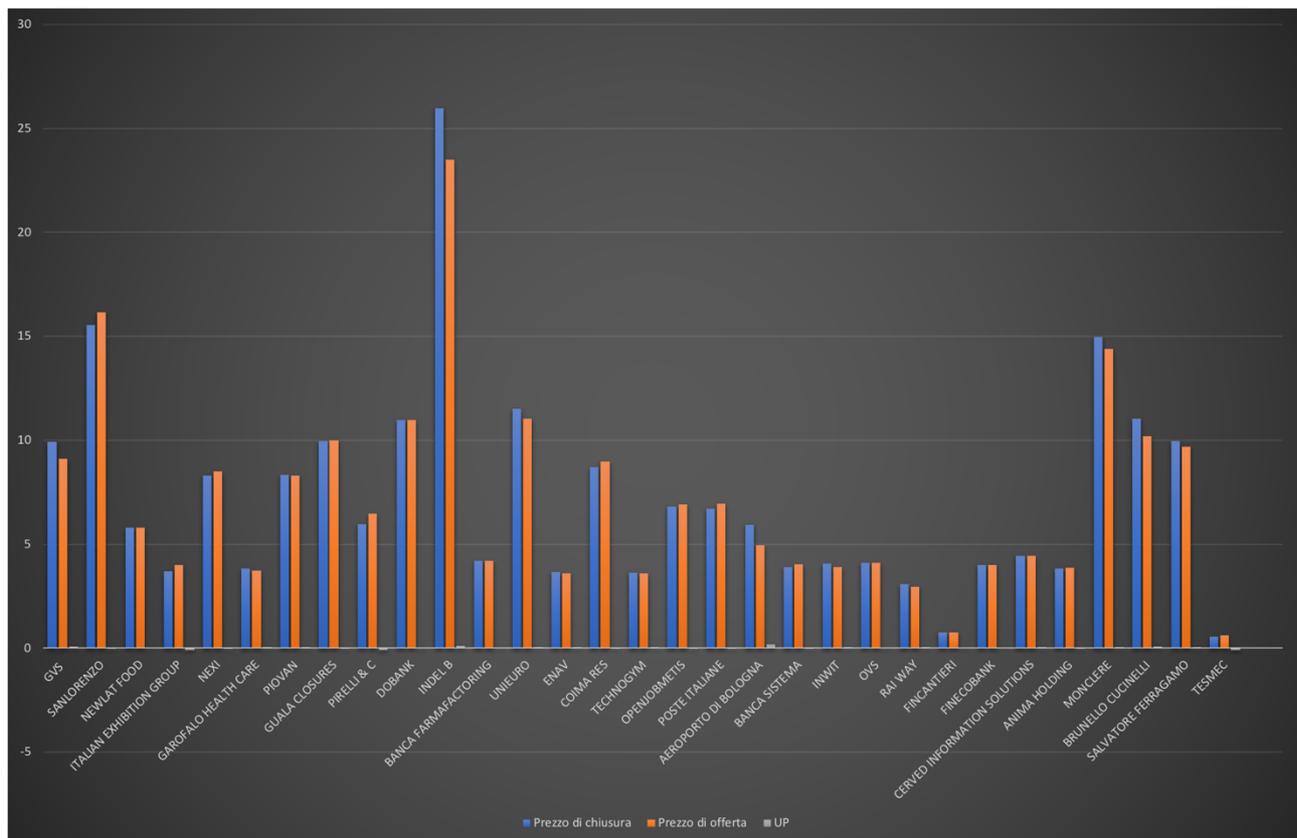
L'Indice FTSE MIB misura la performance di 40 titoli italiani e ha l'intento di riprodurre le ponderazioni del settore allargato del mercato azionario italiano. L'Indice è ricavato dall'universo di trading di titoli sul mercato azionario principale di Borsa Italiana. Ciascun titolo viene analizzato per dimensione e liquidità e l'Indice fornisce complessivamente una corretta rappresentazione per settori. L'Indice FTSE MIB è ponderato in base alla capitalizzazione di mercato dopo aver corretto i componenti in base al flottante.⁴⁴

Innanzitutto quindi vengono calcolati tutti gli $R_{i,t}$ e tutti gli $R_{b,t}$ per il BHAR a 12 mesi; successivamente viene svolta la produttoria moltiplicando tutti gli $(1 + R_{i,t})$ e tutti gli $(1 + R_{b,t})$.

Dalla differenza tra le due produttorie, come si può evincere dalla formula, scaturisce il risultato finale.

Nel moderno contesto accademico la formula più utilizzata è quella dell'*average* BHAR che sostituisce quella ormai desueta del CAR, a cui spesso molti esponenti in materia hanno preso a riferimento nei loro paper per valutare le performance di lungo periodo delle azioni. Una critica che viene spesso mossa alla formula del BHAR è quella di prendere come assunzione per assurdo che le IPO vengano realizzate tutte in un medesimo istante T_0 preso a riferimento. In sintesi il BHAR rappresenta una media delle differenze dei rendimenti del campione di IPO e quelli dell'indice di riferimento.

⁴⁴<https://www.borsaitaliana.it/borsa/indici/indici-in-continua/dettaglio.html?indexCode=FTSEMIB&lang=it>



La tabella e il grafico evidenziano tutte le società del campione, riportando la data in cui è avvenuta l'IPO, il prezzo di offerta e il prezzo di chiusura. E' stato altresì calcolato l'*underpricing* medio per ciascuna di esse, attraverso la formula precedentemente enunciata. Per quanto riguarda la verifica della prima ipotesi, quest'ultima sembra essere confermata dai calcoli effettuati. Si riscontra un *underpricing* medio del 8,11%. Sulla base di tale dato si può affermare, con un buon margine di certezza, la possibilità di far affidamento su questo risultato, nonostante il campione analizzato non sia così vasto e non venga effettuato alcun test di robustezza. Si evidenzia un *underpricing* medio leggermente superiore a quello riscontrato nell'analisi condotta da Arcuri et al (2018). I ricercatori italiani infatti avevano riscontrato una media dell' *underpricing* in Italia pari al 6,5%; dato che non si discosta molto dai calcoli da me effettuati. Il periodo di tempo considerato dai ricercatori accademici che ha condotto a tale risultato, perviene essere quello che decorre dal 1997 al 2011. Risultati statisticamente significativi vennero registrati nel 1998, 2005 e 2006.

Attraverso l'analisi e la lettura di molti *paper* accademici è stato possibile recuperare dati relativi alle medie degli *underpricing* degli altri due paesi per un periodo di tempo analogo. Effettuando un confronto con Francia e Germania la media dell' *underpricing* risulta essere rispettivamente pari 6,4% e 5,3%. Il confronto evidenzia un risultato abbastanza omogeneo e un trend di breve periodo che non presenta significative differenze. I contesti legali e istituzionali, nonché le singole variabili geografiche, difatti, non si differenziano in maniera tale da determinare profondi scostamenti nei livelli di *underpricing* tra i vari paesi.

E' stato interessante altresì effettuare un'analisi per settore al fine di individuare quelli che maggiormente si distaccano dalla media dell' *underpricing* risultato dall'analisi. Il sito ufficiale della Borsa Italiana è stato nuovamente la fonte per classificare le società nel loro settore di appartenenza, facendo riferimento alla voce 'Super Sector' del sito web.

SETTORE	NUMERO DI IPO	UNDERPRICING MEDIO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Alimentari	1	0,15%						1					
Assicurazioni	1	-0,77%						1					
Automobili	2	0,46%								2			
Banche e servizi finanziari	3	0,65%					2	1					
Beni immobili	2	16%							1	1			
Commercio	2	0,90%						1			1		
Edilizia e materiali	0	14%											
Energia	2	0,90%	1							1			
Media	1	5%					1						
Prodotti e servizi industriali	11	3,55%	1				2	2	1	3	1	1	
Prodotti per la casa e cura della persona	7	13,30%		1	1	2		1	1				1
Salute	2	-22%									1		1
Tecnologia	1	6,03%									1		
Telecomunicazioni	1	11,20%						1					
Viaggi	1	0,30%											1

Emerge con chiarezza che settori quali : assicurativo e ,soprattutto , della salute abbiano un *overpricing* dei loro titoli. A causa della scarsità dei dati a disposizione e del numero ridotto di informazioni non è possibile giungere a conclusioni troppo significative. E' possibile però fare dei commenti molto attendibili che rispecchiano, difatti, la situazione delineatesi; alcuni settori quali quello dell'energia, alimentare, viaggi e commerciale presentano valori di *underpricing* molto bassi , tendenti allo zero, risultano perciò essere molto efficienti. I settori invece dei beni immobiliari , prodotti per la casa ed edilizia hanno valori di *underpricing* molto elevati che si traducono in un quantitativo considerevole di denaro lasciato sul tavolo.

BHAR per orizzonte temporale 1 anno

t	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1 anno	4%	1,44%	1,55%	-1,70%	1,28%	0,70%	-0,17%	0,40%	-0,30%	0,21%	-
Media	0,74%										

Attraverso la formula del BHAR è stato possibile ottenere una stima del rendimento di lungo periodo per il campione in analisi. L'analisi della performance su un arco temporale di maggiore durata dimostra che il mercato italiano , orientato verso la figura degli intermediari, sia abbastanza efficiente. Il valore medio di 0,74% è un dato molto incoraggiante, che evidenzia l'efficienza sia dell'indice che dei titoli nell'*aftermarket*. I BHAR medi per quanto riguarda Francia e Germania , relativi allo studio di Arcuri et al (2008) , sono rispettivamente -0,05% e -0,07%.

Analizzando il contesto statunitense , utilizzando la formula del BHAR e prendendo a riferimento come indice il NASDAQ, Ritter ha evidenziato un rendimento medio a un anno dalla quotazione del -13,7%, valore ben più alto di quello emerso nello scenario europeo dei tre paesi considerati. Oltre che l'inefficienza del sistema di *governance* statunitense , il quale non permette un adeguata e necessaria trasparenza informativa, altre cause di questo cattivo rendimento nel lungo periodo vanno sicuramente individuate nell'eccessivo ottimismo e euforia degli investitori , ossia di mode che si diffondono tra gli investitori; nonché il comportamento opportunistico delle imprese che scelgono di quotarsi in finestre di mercato profittevoli (*windows of opportunity*). Dark e Carter sostengono che “ la scarsità di informazione del mercato al momento dell'IPO determina errori di valutazione per eccesso, che vengono gradualmente corretti nel corso del tempo provocando l'*underperformance* nel lungo periodo”.

CONCLUSIONI

La seguente tesi ha analizzato in dettaglio una delle operazioni più importanti che un'impresa possa compiere durante il suo ciclo di vita, una tematica di cruciale importanza nell'ambito della finanza aziendale : le IPO.

Si è voluto dare evidenza di come le start-up nel mondo si quotano in borsa per la prima volta non solo per finanziare l'espansione e la crescita . E' stato messo in risalto il ruolo svolto da vari soggetti coinvolti nelle fasi del processo , con particolare attenzione a quello che è il compito dell'*underwriter* e il potenziale conflitto di interesse sussistente tra quest'ultimo e l'emittente. Entrambi possono mettere in atto comportamenti opportunistici: il primo al fine di ridurre al minimo i costi nella fase di marketing , il secondo con l'obiettivo di massimizzare i ricavi del collocamento.

Attraverso l'analisi del modello di regressione di Hopp, viene data evidenza della misura delle differenze legali e istituzionali dei vari paesi che incidono sui livelli medi di *underpricing* degli stessi. Nel complesso, ambienti istituzionali e sistemi giuridici adeguati determinano una migliore informazione, dal punto di vista qualitativo e quantitativo, relativa ai prezzi azionari. Ciò è in grado di porre parzialmente freno al problema dell'asimmetria informativa, da cui scaturisce conseguentemente una minore sottovalutazione delle azioni. Le barriere informative che agiscono da ostacolo nei mercati finanziari vengono attenuate da una regolamentazione puntuale da parte dei *policy makers*. Ambienti di investimento maggiormente protettivi determinano valutazioni aziendali più elevate e rendono gli investitori maggiormente inclini ad acquistare titoli sul mercato. E' stato evidenziato quanto sia importante un'informativa corretta , trasparente e di facile reperibilità da parte di tutti gli *stakeholders*. Una maggiore trasparenza a livello aziendale determina prezzi azionari maggiormente informativi. I risultati evidenziano che il rating contabile dei paesi ha un effetto positivo e significativo nel mitigare l'anomalia del fenomeno legato alle offerte pubbliche iniziali. Ciò acquisisce ancor più importanza alla luce della spiegazione in merito alle differenze dei sistemi di *corporate governance*. Nel modello caratterizzante i paesi anglo americani l'informazione assume un ruolo chiave, per via dell'importanza che viene assegnata al mercato e al suo ruolo di *arbiter*. Nelle esperienze dell'Europa continentale, invece, l'informazione non ricopre un ruolo così preponderante e non assume il più delle volte la configurazione di strumento imparziale di comunicazione, poiché si tendono a privilegiare gli interessi degli azionisti di controllo e non è facile per gli investitori esterni acquisire informazioni chiave circa la performance dell'impresa e la relativa gestione aziendale. Altresì è emerso come non vi sia alcuna prova che la facilità di disponibilità di capitale esterno , a parità di tutti gli altri fattori , possa ridurre il grado di sottovalutazione delle azioni. Infine, è stato interessante notare come governi più stabili godrebbero di maggiori benefici privati nell'economia , contribuendo in maniera positiva al premio richiesto dagli investitori.

In linea con le considerazioni espresse, lo studio delle IPO nel contesto italiano, e il relativo confronto con i valori medi di *underpricing* di Germania, Francia e Stati Uniti è stato funzionale ad avvalorare la tesi che il contesto geografico e istituzionale non riveste un ruolo marginale sulla performance di breve e lungo periodo. Innanzitutto si è riscontrato un livello di *underpricing* medio, relativo alle IPO italiane tra il 2010 e il 2020, il quale si attesta intorno all' 8,11%. Un valore che rispecchia un'anomalia di breve periodo legata al processo di *going public* , che non si discosta in maniera netta da quello degli altri due paesi europei. I contesti legali e istituzionali, nonché le singole variabili geografiche, difatti, non si differenziano in

maniera tale da determinare profondi scostamenti nei livelli di *underpricing*. Alla luce di quanto analizzato nel seguente lavoro, sembra essere confermata l'ipotesi che i mercati orientati verso gli intermediari risultino maggiormente efficienti se considerato un orizzonte temporale di lungo periodo. I rendimenti medi ad un anno dalla quotazione, scaturiti da calcoli effettuati mediante la formula del BHAR, nel contesto italiano si attestano intorno a un valore medio di 0,74%. Allo stesso modo altrettanto rassicuranti sono i valori medi di Francia e Germania. Considerazione diversa invece viene fatta per il contesto statunitense. L'inefficienza del sistema di governance, nonché un'eccessiva fiducia nel mercato e nel suo ruolo di agente regolatore, determina risultati non soddisfacenti nel lungo periodo.

BIBLIOGRAFIA

A.Berle, G.Means "the modern corporation and private property", NY WorldInc.1932

Allen, Franklin, and Gerald R. Faulhaber. "Signalling by underpricing in the IPO market." *Journal of financial Economics* 23.2 (1989): 303-323.

Bajo, Emanuele, and Carlo Raimondo. "Media sentiment and IPO underpricing." *Journal of Corporate Finance* 46 (2017): 139-153.

Baschieri, Giulia, Andrea Carosi, and Stefano Mengoli. "IPO a ondate: cluster temporali o cluster locali?." *Banca Impresa Società* 35.1 (2016): 163-198.

Bolamperti, Moreno. "Le clausole di "lock-up" nelle offerte pubbliche iniziali: motivazioni teoriche ed effetti empirici." *Banca Impresa Società* 22.1 (2003): 117-136

Booth, James R., and Lena Chua. "Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing." *Journal of financial economics* 41.2 (1996): 291-310.

Brau, James C., and Stanley E. Fawcett. "Evidence on what CFOs think about the IPO process: practice, theory, and managerial implications." *Journal of Applied Corporate Finance* 18.3 (2006): 107-117.

Brealey, R. A., Myers, S. C., Sandri, S., & Bigelli, M. (2003). *Principi di finanza aziendale*. Milano: McGraw-Hill.

Brennan, Michael J., and Julian Franks. "Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK." *Journal of financial economics* 45.3 (1997): 391-413.

Eckbo, B. Espen, ed. *Handbook of empirical corporate finance set*. Elsevier, 2008.

- Fabrizio, Stefano. "L' "underpricing" degli Ipo italiani: il ruolo degli "underwriters", dei prospetti informativi e degli analisti." *Banca Impresa Società* 18.3 (1999): 369-412.
- Fiori, Giovanni, and R. Tiscini. "Corporate Governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale." (2005): 1-208.
- Hopp, Christian, and Axel Dreher. "Do differences in institutional and legal environments explain cross-country variations in IPO underpricing?." *Applied Economics* 45.4 (2013): 435-454.
- Hughes, Patricia J., and Anjan V. Thakor. "Litigation risk, intermediation, and the underpricing of initial public offerings." *The Review of Financial Studies* 5.4 (1992): 709-742.
- Iosio, Cristian. IPO per le PMI italiane. Ipsoa, 2011.
- Jain, Bharat A., and Omesh Kini. "The life cycle of initial public offering firms." *Journal of Business Finance & Accounting* 26.9-10 (1999): 1281-1307.
- Koh, Francis, and Terry Walter. "A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues." *Journal of Financial Economics* 23.2 (1989): 251-272.
- L.Spaventa, “ Struttura proprietaria e corporate governance. Ai confini tra diritto ed economia”, Università degli studi di Macerata, Laboratorio Fausto Vicarelli, 2002,
- Ljungqvist, Alexander, Vikram Nanda, and Rajdeep Singh. "Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing." *The Journal of Business* 79.4 (2006): 1667-1702.
- Muscarella, Chris J., and Michael R. Vetsuypens. "A simple test of Baron's model of IPO underpricing." *Journal of financial Economics* 24.1 (1989): 125-135.
- Pagano Marco, Fabio Panetta, and Luigi Zingales. "Why do companies go public? An empirical analysis." *The journal of finance* 53.1 (1998): 27-64.
- R.A. Brealey, S.C Myers, F. Allen (1990), Principi di finanza aziendale, 7.ed., McGraw-Hill Education, Milano.
- Ritter, Jay R. "The " hot issue" market of 1980." *Journal of Business* (1984): 215-240.

Rock, Kevin. "Why new issues are underpriced." *Journal of financial economics* 15.1-2 (1986): 187-212.

Ruud, Judith S. "Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle." *Journal of Financial Economics* 34.2 (1993): 135-151.

Rydqvist, Kristian. "IPO underpricing as tax-efficient compensation." *Journal of Banking & Finance* 21.3 (1997): 295-313.

Spiess, D. Katherine, and Richard H. Pettway. "The IPO and first seasoned equity sale: Issue proceeds, owner/managers' wealth, and the underpricing signal." *Journal of Banking & Finance* 21.7 (1997): 967-988.

Taranto, Mark A. "Employee stock options and the underpricing of initial public offerings." *Available at SSRN 479901* (2003).

Tasca, Roberto. "Riflessioni in tema di "underpricing"." *Analisi Giuridica dell'Economia* 1.1 (2002): 189-200.

Tinic, Seha M. "Anatomy of initial public offerings of common stock." *The Journal of Finance* 43.4 (1988): 789-822.

Welch, Ivo. "Sequential sales, learning, and cascades." *The Journal of finance* 47.2 (1992): 695-732.

SITOGRAFIA

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html?lang=it>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/sponsor.html?lang=i¹>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/specialist.html>

¹<https://www.borsaitaliana.it/borsa/indici/indici-in-continua/dettaglio.html?indexCode=FTSEMIB&lang=it>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lagreenhoe.htm>