

Analisi dei processi di un' IPO.  
Case study: Porsche

Prof. Arturo Capasso

---

RELATORE

Prof. Emilio Barone

---

CORRELATORE

753201 Michele Pisaniello

---

CANDIDATO

# INDICE

ABSTRACT

INTRODUZIONE

## CAPITOLO I

### *INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO): GENERALITÀ*

1.1 LE IPO E LE FASI DEL PROCESSO

1.2 LE RAGIONI CHE RISIEDONO ALLA BASE DELLA IPO

1.3 IL TIMING DELLA IPO

1.4 IL PROCESSO DI QUOTAZIONE

1.5 I SOGGETTI COINVOLTI

1.5.1 SOCIETÀ

1.5.2 ADVISOR FINANZIARI

1.5.3 SINDACATO DI COLLOCAMENTO

1.5.4 ANALISTI

## CAPITOLO II

### COSTI E BENEFICI DI UNA IPO

2.1 I COSTI LEGATI ALLA QUOTAZIONE

2.1.1 COSTI DIRETTI DI UNA IPO

2.1.2 COSTI INDIRETTI DI UNA IPO E FONTI DI FINANZIAMENTO

2.1.3 COSTI POST-QUOTAZIONE

2.2 I BENEFICI DEL PROCESSO IPO

2.2.1 RACCOLTA DI CAPITALI

2.2.2 DIRITTI SUI FLUSSI DI CASSA E CONTROLLO SOCIETARIO

2.2.3 INFLUENZA DELLA FASE DEL CICLO DI VITA

2.2.4 NUOVI MERCATI E PERCEZIONE DEGLI INVESTITORI

2.2.5 OPPORTUNITÀ DI CRESCITA

2.2.6 INFLUENZE DELL'INDUSTRIA, IN PARTICOLARE QUELLA TECNOLOGICA

2.2.7 GUADAGNARE QUOTE DI MERCATO E SVANTAGGI PER I CONCORRENTI

CAPITOLO III  
I MECCANISMI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI  
EMISSIONE DI UNA IPO

- 3.1 ASPETTI DEL PROCESSO DI PRICING DELLE AZIONI DA QUOTARE
- 3.2 BOOK-BUILDING
- 3.3 FIXED-PRICE
- 3.4 AUCTION
- 3.5 UNDERPRICING

CAPITOLO IV  
CASE STUDY: L'IPO DI PORSCHE

- 4.1 L'UTILIZZO DEI MERCATI DI CAPITALI DELLE IMPRESE  
AUTOMOBILISTICHE
  - 4.1.1 ANALISI DELL'INDUSTRIA AUTOMOBILISTICA
- 4.2 LA PORSCHE
  - 4.2.1 VALORIZZAZIONE DELLA VOLKSWAGEN
  - 4.2.2 VALORIZZAZIONE DELLA PORSCHE
- 4.3 LE RAGIONI PER CUI È STATO EFFETTUATO L'IPO DI PORSCHE
- 4.4 SITUAZIONE FINANZIARIA DELLA PORSCHE
- 4.5 VALORE DELLA PORSCHE E PROFITABILITÀ
- 4.6 IPO DI PORSCHE E POSSIBILI RISCHI
  - 4.6.1 IL CONTESTO IN CUI È AVVENUTA L'IPO
  - 4.6.2 ASSETTO PROPRIETARIO
  - 4.6.3 IPO, VALUTAZIONE E CONFRONTO CON LA FERRARI
- 4.7 IL POST-IPO

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

SITOGRAFIA

## ABSTRACT

Quando una società privata vende per la prima volta azioni al pubblico, questo processo prende il nome di “offerta pubblica iniziale” (IPO). In sostanza, quando si verifica una IPO la proprietà di una società passa dalla proprietà privata a quella pubblica. Per questo motivo, il processo di IPO viene talvolta definito “quotazione in borsa”. Ed è proprio questo l’argomento oggetto del presente lavoro. Le ragioni per cui start-up o aziende che operano da decenni possono decidere di quotarsi in Borsa attraverso una IPO sono diverse. Nello specifico, come si approfondirà nel corso dell’elaborato, solitamente le aziende emettono un’IPO per raccogliere capitali per saldare i debiti, finanziare iniziative di crescita, aumentare il proprio profilo pubblico o per consentire agli addetti ai lavori dell’azienda di diversificare le proprie partecipazioni o creare liquidità vendendo tutte o una parte delle loro azioni private come parte dell’IPO.

La letteratura in materia ha individuato due aspetti principali che determinano il successo di una IPO: il primo è il coinvolgimento di società di private equity e il secondo è l’underpricing dell’IPO. È stato dimostrato che i listini mediani di private equity sovraperformano rispetto a quelli mediani non garantiti da private equity, sia in termini di performance azionaria che di capitale raccolto. Nel complesso, la dimensione delle emissioni non supportate da private equity è maggiore in quanto si riferiscono più comunemente a società consolidate che non hanno richiesto finanziamenti fino all’IPO o hanno utilizzato l’IPO per creare ricchezza più liquida per gli azionisti esistenti. La constatazione di sovraperformance azionarie delle IPO di private equity è significativa sia durante il periodo di stabilizzazione che nel medio e lungo termine. Il primo aftermarket potrebbe essere attribuito alla riluttanza degli investitori istituzionali a vendere IPO sostenute da private equity per evitare di vedersi negare l’assegnazione nelle quotazioni successive delle stesse società di private equity. I sottoscrittori potrebbero essere più propensi a garantire un’efficace stabilizzazione del prezzo delle azioni con l’aspettativa di maggiori affari in futuro. Un’altra ragione

di questa sovraperformance potrebbe essere che una percentuale più elevata di IPO non garantite da private equity tende a diventare pubblica durante periodi con un volume elevato di IPO e valutazioni in aumento, il che contribuisce alla loro sottoperformance relativa a lungo termine. Tuttavia, questo modello di performance relativa diventa meno significativo dopo i primi mesi di negoziazione. Sia i periodi di fluttuazione più lunghi che le revisioni dei prezzi di offerta dopo la pubblicazione del prospetto dell'IPO portano a un sottoprezzo significativamente inferiore. Attraverso l'attività di prevendita, il sottoscrittore riduce le asimmetrie informative. L'underpricing nei listini a prezzo fisso è influenzato principalmente dal rischio sistemico di IPO, dalla maturità dell'azienda, nonché dalle dimensioni dell'offerta poiché le azioni devono essere prezzate in base alle incertezze affrontate dagli investitori. In tal modo, le imprese più vecchie presentano meno rischi, il che porta a un minor sottoprezzo. Nelle IPO a prezzo aperto, le informazioni possono essere segnalate agli investitori non informati attraverso la revisione della fascia di prezzo del prospetto, consentendo scambi meno volatili. Una maggiore volatilità prima dell'IPO è correlata a un sottoprezzo inferiore poiché è causato da opinioni divergenti sulle valutazioni da parte degli investitori che spingono le aziende a ridurre il sottoprezzo iniziale portando il prezzo di offerta più vicino agli investitori più ottimisti.

L'ultima parte del lavoro sarà dedicata al caso Porsche, uno dei marchi di auto sportive più famosi al mondo. Porsche si è quotata in Borsa il 29 settembre 2022 attraverso un'offerta pubblica iniziale ("IPO"). Con una capitalizzazione di mercato di 78 miliardi di euro, rappresenta la più grande IPO in Europa. Oltre alle dimensioni e all'importanza aziendale, l'analisi dell'IPO di Porsche è interessante per diversi motivi: la speciale struttura azionaria, che coinvolge le famose famiglie Porsche e Piech, la storia tra Volkswagen e Porsche, nonché il posizionamento unico dell'azienda come marchio automobilistico di lusso con benefici di scala.

## INTRODUZIONE

Attraverso la letteratura esistente, il mondo accademico sta valutando il motivo per cui le aziende scelgono di quotarsi in borsa. Le imprese solitamente sono inclini a ricorrere a capitali esterni durante il loro ciclo di vita, principalmente per finanziare la crescita futura. Fondamentalmente, la teoria della finanza aziendale offre due diverse opzioni per raccogliere capitali esterni: capitale proprio o debito. Se una società vuole raccogliere capitale, può farlo offrendo una parte della società in cambio di denaro (emissione di capitale). D'altro canto, una società che desidera raccogliere capitale di debito in genere prende in prestito denaro da istituti finanziari, come una banca o altri fornitori di debito (ad esempio sotto forma di prestito bancario) o emette strumenti di debito pubblico (ad esempio obbligazioni).

Nel lavoro che segue l'attenzione sarà focalizzata sul processo di raccolta di capitale azionario esterno attraverso un'IPO, riferendosi al processo di una società che emette azioni sui mercati pubblici per la prima volta. Nel processo di IPO, un'azienda emette per la prima volta una parte della società in cambio di contanti. Come suggerisce il nome "*going public*", ampiamente utilizzato come sinonimo di IPO, un'impresa cambia il proprio status giuridico da società privata a società le cui azioni sono quotate e negoziate in una borsa pubblica. Essere pubblici è una decisione a lungo termine per un'azienda. Prima di poter emettere azioni, un'azienda deve intraprendere diversi processi che devono essere avviati fino a due anni prima dell'IPO vera e propria. Il processo complessivo può essere suddiviso in quattro fasi: pianificazione dell'IPO, preparazione dell'IPO, transazione IPO e lavoro post-IPO. Nelle diverse fasi del processo IPO, gli attori chiave coinvolti sono l'impresa emittente, la banca, gli investitori, il rispettivo organismo di regolamentazione che supervisiona l'IPO. Durante la fase di pianificazione dell'IPO l'impresa emittente si prepara finanziariamente e strategicamente per il processo di quotazione in borsa. Per poter quotare le proprie azioni su un mercato pubblico, l'impresa emittente seleziona una

banca (sottoscrittore principale), sebbene in molte IPO più banche formano un sindacato e sottoscrivono l'accordo insieme (counderwriter). Nel reclutare la banca di sottoscrizione principale, l'impresa emittente seleziona la banca in base a criteri quali reputazione, qualità della ricerca e competenza nel settore. Ciò è di particolare importanza poiché la ricerca mostra che la qualità delle banche garanti non influenza solo l'accesso agli investitori ma anche la performance a lungo termine dell'impresa. Durante la preparazione dell'IPO e le fasi della transazione IPO, le banche garanti rivestono un ruolo chiave in quanto assumono una moltitudine di compiti importanti. La tipologia di offerta e quindi la fase di transazione IPO può variare in modo significativo. Nella fase di preparazione dell'IPO, la banca garante inizia a compilare una due diligence sull'accesso dell'impresa al suo effettivo valore intrinseco. Durante la fase dell'operazione IPO, che di solito viene avviata da uno a sei mesi prima dell'IPO, le banche garanti preparano le informazioni finanziarie necessarie che l'impresa è legalmente obbligata a divulgare per soddisfare i requisiti normativi e di ammissibilità. Successivamente, la banca garante procede con l'esecuzione di un "road show" in cui vengono commercializzate le azioni dell'impresa per attirare investitori. Allo stesso tempo, le banche iniziano a costruire il portafoglio ordini in cui cercano di ottenere offerte preliminari per l'acquisto di azioni da gruppi di investitori predefiniti, principalmente investitori istituzionali. Il cosiddetto processo di *book building* aiuta a determinare la domanda per le azioni dell'impresa emittente e quindi a fissare l'intervallo di prezzo per il prezzo di emissione.

Premesso ciò, il lavoro che segue sarà suddiviso in quattro capitoli. In particolare, nel primo saranno descritti gli aspetti generali di una IPO, analizzando le singole fasi del processo, le motivazioni per cui si decide di quotarsi, il processo di quotazione e i soggetti coinvolti. Il secondo capitolo sarà incentrato sui costi e benefici dell'IPO. Il terzo capitolo approfondirà i meccanismi esistenti per la determinazione del prezzo di emissione di una IPO (*Book-Building, Fixed-Price, Auction, Underpricing*). Infine, l'ultimo capitolo sarà dedicato al caso studio dell'IPO di Porsche.

CAPITOLO I  
*INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO): GENERALITÀ*

## 1.1 LE IPO E LE FASI DEL PROCESSO

L'*Initial Public Offering* (IPO) è stata definita come quella operazione nell'ambito della quale "i titoli vengono offerti al pubblico indistinto per la prima volta, con la prospettiva che se ne sviluppi un mercato liquido"<sup>1</sup>.

Questo tipo di operazione può essere riferita sia a titoli azionari che a titoli obbligazionari.

L'Offerta Pubblica Iniziale rappresenta una delle tecniche più conosciute mediante cui un'impresa intraprende, per la prima volta, il percorso verso il mercato borsistico. Nello specifico, essa, partendo da un capitale, decide di aprirsi verso un più ampio pubblico di investitori contestualmente alla quotazione in Borsa.

Successivamente si costituisce il "flottante", vale a dire agli investitori si offre un determinato ammontare di titoli, stabilito dal regolamento di ammissione in Borsa, utile per garantire il corretto ed il naturale svolgimento della contrattazione.

Pertanto, l'impresa, mediante alcune forme tecniche, pone alcune parti del proprio capitale sul mercato. Tali forme consistono in:

- alienazione di azioni di soggetti controllati; tale tipologia prende il nome di OPV (Offerta Pubblica di Vendita);
- apertura di una sottoscrizione di nuove azioni per i potenziali investitori; tale tipologia prende il nome di OPS (Offerta Pubblica di Sottoscrizione);
- congiunzione delle modalità precedenti; tale tipologia prende il nome di OPVS (Offerta Pubblica di Vendita e di Sottoscrizione).

Le modalità mediante cui avviene l'ammissione di un'impresa alla negoziazione in Borsa sono tante e tutte devono essere coerenti con i criteri stabiliti dalle autorità preposte alla gestione del mercato in oggetto.

---

<sup>1</sup> RITTER J.R., *Initial Public Offering*, in Logue D., Seward J., et al., *Handbook of Modern Finance*, Warren, Gorham & Lamont of RIA, North-Holland, 2004.

Indipendentemente dalla tipologia di IPO, si tratta di un'operazione complessa, sia relativamente agli adempimenti procedurali utili ai fini della sua attuazione e delle interazioni tra i soggetti che prendono parte alla quotazione, sia relativamente alla natura dell'operazione in sé.

Circa l'aspetto procedurale, occorre osservare che la sua durata varia a seconda del caso. Tuttavia, di norma si aggira tra i 6 mesi e i 2 anni nei casi più complessi. Tale arco temporale non tiene però conto della fase di preparazione iniziale precedente alla procedura.

Come anticipato, il processo di IPO è molto complesso ed articolato e si suddivide in diverse fasi spesso connesse tra loro. Innanzitutto bisogna osservare che a monte dello stesso risiede una scelta di natura strategica da parte dell'impresa<sup>2</sup>. Difatti, la richiesta di ammissione alla quotazione in Borsa deve avvenire previa analisi dettagliata sull'effettiva convenienza dell'operazione, sotto il profilo economico, strategico e finanziario. Difatti, la volontà di quotare l'Impresa costituisce una strategia mobiliare abbastanza complessa che presuppone una crescita dimensionale della società emittente, nonché lo sviluppo organizzativo ed un cambiamento del modello gestionale<sup>3</sup>.

La fase preliminare del processo è rappresentata dalla valutazione necessaria per decidere di quotarsi. Tale valutazione è molto importante in quanto fa emergere la fattibilità o meno del procedimento. In tale fase, dunque, l'impresa è chiamata a compiere una serie di scelte, che costituiscono una sorta di premessa al percorso verso l'IPO e che, di norma, fanno parte del "progetto quotazione" per l'impresa. Nello specifico, la società emittente, con il supporto di un financial adviser, si adopera per

---

<sup>2</sup> PERRINI F., *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana. Evidenze empiriche delle PMI*, Egea, Milano, 1999; PERRINI F., *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI. STAR, il nuovo segmento di Borsa, e il Nuovo Mercato*, Egea, Milano, 2000.

<sup>3</sup> RAPPAPORT A., *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York, 1986; RAPPAPORT A., *La strategia del valore*, Franco Angeli, Milano, 1997; BINI M., *Value based management: quali obiettivi e quali misure di performance?*, in *La Valutazione delle Aziende*, n. 7, dicembre 1997.

sviluppare lo studio di fattibilità nell'ambito del quale si procede con la valutazione dei possibili vantaggi e svantaggi scaturenti dalla quotazione, tenendo in stretta considerazione gli obiettivi prefissati e gli strumenti a sua disposizione. Nello studio di fattibilità di analizza anche il rapporto costi/benefici. Se la valutazione risulta positiva, l'impresa si troverà a dover scegliere il mercato di quotazione, così da avviare il processo.

Si giunge così alla fase successiva, ossia la fase preparatoria. Essa presuppone alcune modifiche inerenti l'impresa nel suo complesso. Difatti, è necessario che quest'ultima, ancor prima della quotazione, inizi ad operare come se già fosse quotata. Questi interventi vengono fatti rientrare nei seguenti ambiti di attività<sup>4</sup>:

- norme statutarie, vale a dire l'impresa che intende entrare in Borsa deve possedere uno statuto conforme a quanto prescritto dal TUF (Testo Unico della Finanza);
- organizzazione aziendale, vale a dire l'impresa, in vista della quotazione, deve potenziare la struttura amministrativa interna, nonché il proprio servizio finanziario, sia relativamente agli obblighi informativi che in riferimento al valore strategico della finanzia mobiliare; pertanto dovrà istituire nuovi organi interni in modo tale da poter soddisfare le nuove esigenze;
- politiche aziendali, con particolare riferimento alla politica degli investimenti, dei finanziamenti, la politica verso gli stakeholders, la politica di comunicazione.

La fase successiva riguarda, invece, la scelta del mercato per il quale l'impresa ha richiesto di essere ammessa alla quotazione in Borsa. Tale aspetto è molto importante ed è strettamente connesso con quella che è la linea strategica aziendale e all'impatto che la stessa ha sull'immagine e sulla credibilità della stessa<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> JOVENITTI P., *Finanza Mobiliare*, Egea, Milano, 1994.

<sup>5</sup> PERRINI F., *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana. Evidenze empiriche delle PMI*, cit.; PERRINI F., *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI*, cit.

Volendo ripercorrere, quindi, l'iter del procedimento si può rilevare che le fasi che compongono la quotazione di un'azienda consistono in:

1. Attività preparatorie: solitamente durano dai 4 ai 6 mesi durante i quali vengono coinvolti diversi attori (emittente, advisor finanziario, società di revisione, nomad); a sua volta, tale fase si suddivide in:

- identificazione del perimetro di quotazione ottimale ed introduzione di eventuali modifiche alla struttura manageriale e di controllo di gestione;
- selezione del Nomad e dei consulenti legali;
- elaborazione del piano industriale a 3 anni con due scenari (Pre-Money e Post-Money);
- redazione della *Management Presentation* contenente *Equity story* e descrizione del business;
- redazione dell'*Information Memorandum* a supporto del *Business Plan*;
- inizio delle attività di Revisione Contabile del Bilancio;

2. Due Diligence: tali fasi, in genere, hanno durata che varia dai 2 ai 4 mesi e si compongono dei seguenti processi:

- inizio delle attività di due diligence da parte del Nomad dei legali e dei consulenti;
- inizio delle attività di verifica del Sistema di Controllo di Gestione;
- valutazione di stima, da parte di un analista, del valore pre-IPO;
- predisposizione di un *draft* del documento di ammissione;
- emissione delle relazioni della società di revisione sul bilancio e sulla semestrale;
- completamento delle attività di due diligence e finalizzazione del documento di ammissione;
- emissione *comfort letter*, capitale circolante netto, controllo di gestione e documento di ammissione;
- determinazione, post valutazione, della quota di capitale offerta ad Aucap;
- presentazione della società alla *sales force*;
- roadshow e incontri one-to-one con gli investitori;
- sottoscrizione degli ordini;

3. Procedura di Ammissione: in genere, dura 10 giorni di mercato aperto e si articola in:

- comunicazione di pre-ammissione;
- domanda di ammissione;
- eventuali Bring Down;
- definizione del prezzo e conclusione del collocamento;
- interviste al management della società;
- ammissione e pubblicazione del documento di ammissione;
- inizio negoziazioni del titolo.

## 1.2 LE RAGIONI CHE RISIEDONO ALLA BASE DELLA IPO

Le ragioni per le quali una società decide di richiedere la quotazione in Borsa sono tante e dipendono da diversi fattori, come ad esempio il settore nel quale opera, il contesto storico di riferimento, l'andamento dei mercati azionari, e così via. Tuttavia, analizzando le motivazioni sotto il profilo statico, sussistono alcune ragioni per più frequenti che risiedono alla base della IPO. A tal proposito, la figura sotto riportata mostra le principali motivazioni emerse da un'indagine condotta nel 2006<sup>6</sup> su un campione di 336 Chief Financial Officer (CFO), di cui 87 facevano parte di società che avevano completato, con successo, una IPO nel periodo compreso tra gennaio 2000 e dicembre 2002; 37, invece, facevano parte di società che, nello stesso periodo, stavano per quotarsi ma, successivamente, hanno deciso di ritirare l'offerta; i restanti 212 dirigevano società di dimensioni tali da poter procedere con l'operazione ma che hanno deciso di restare private.

---

<sup>6</sup> BRAU J.C., FAWCETT S.E., *Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 18, n. 3, 2006, pp. 107 ss.

Figura 1 – *Motivazioni IPO*



Fonte: BRAU J.C., FAWCETT S.E., *Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 18, n. 3, 2006, pp. 107 ss.

### 1.3 IL TIMING DELLA IPO

Una questione estremamente importante che merita di essere presa in considerazione affinché si possa avere una visione totale delle aziende che scelgono di quotarsi riguarda il momento ottimale per procedere con un'IPO. Tale aspetto è fondamentale in quanto una IPO, sebbene sia strutturata in maniera ottimale, abbia un prezzo equo di emissioni, sia supportata da agenti che ne contengono i costi, in mancanza del *timing*, ossia del momento giusto per l'operazione, potrebbe fallire. Quindi, si evince chiaramente che il *timing* costituisce una variabile essenziale e può riguardare sia il ciclo di vita dell'impresa che le condizioni di mercato. Relativamente al primo aspetto si parla di "timing interno", il quale deve essere identificato confrontando quella che è l'attuale situazione di un'impresa con il suo ciclo di vita, vale a dire interrogandosi sul fatto se la fase in cui l'impresa si trova sia o meno il momento migliore per quotare la società, o se, al contrario, sia utile aspettare una nuova fase. Ai fini dell'individuazione del timing interno non vi sono specifiche regole da applicare, o meglio queste non sono univoche per tutte le società.

Per quanto attiene al timing inerente alle condizioni di mercato, si parla di "timing esterno", per cui più difficile da rispettare, in quanto proprio perché esterno alla società costituisce una variabile esogena, e dunque non direttamente controllabile dalla stessa. Rispetto a quello "interno", il timing "esterno" risulta più difficile da ottenere, in quanto il momento migliore riguardante le condizioni di mercato dipende da diverse variabili connesse tra loro. Nel processo di una IPO, il timing di mercato costituisce una delle principali sfide, in virtù della sua complessità nel ricercare il momento ottimale e tenuto conto del fatto che tale genere di tempistica è cruciale per l'esito della quotazione.

A tal riguardo, uno studio condotto da Deloitte su un campione di quasi 3000 top executives di aziende private facenti parte di diversi settori, ha posto in rilievo che quasi un terzo di essi riconosce nel market timing la maggior preoccupazione<sup>7</sup>.

Tenuto conto della pregnanza del timing, di seguito l'attenzione sarà posta su alcuni fattori che rendono ottimale il momento per intraprendere una IPO. Tali fattori saranno ricondotti ad alcune teorie. In particolare, la prima scuola di pensiero ritiene essenziale tener conto del momento storico migliore di mercato a livello generale, vale a dire quello durante il quale le imprese sono sopravvalutate. Coloro che sostengono tale approccio, definito "market timing", ritengono che le aziende conducono con successo la propria IPO durante una finestra temporanea di opportunità, solitamente caratterizzata da una sopravvalutazione delle azioni a livello di settore o di mercato che si traduce in un minor costo del capitale proprio<sup>8</sup>. Tale sopravvalutazione riguardante i prezzi dei titoli azionari è basata sulla convinzione per la quale il mercato sia inefficiente, ossia dipendente dai sentimenti degli investitori, e ciò equivale ad un'errata traduzione delle informazioni a disposizione nel mercato, le quali vengono, di conseguenza, interpretate come più positive rispetto al dovuto. Tale aspetto fa sì che, in determinati periodi, la valutazione del mercato azionario si ponga oltre il suo effettivo valore. Per capire se si è innanzi ad un periodo di sopravvalutazione azionaria bisogna effettuare singole valutazioni di aziende quotate e confrontare il loro valore azionario con il valore "equo" scaturente dalle proiezioni analitiche. Nel momento in cui il valore equo dell'azione di buona parte delle aziende quotate nel mercato azionario analizzato si pone a livelli inferiori rispetto a quello che il mercato ritiene sia il prezzo di scambio, ci si trova nel cosiddetto "momento favorevole" per la società. Quest'ultima, dunque, ha la possibilità di sfruttare la situazione a proprio vantaggio, mediante la fissazione di un prezzo di emissione più elevato del reale valore.

---

<sup>7</sup> DELOITTE, *Private company IPOs: Is timing everything?*, consultabile sul sito internet <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/audit/us-audit-private-company-ipos-is-timing-everything.pdf>

<sup>8</sup> DRAHO J., *The IPO Decision: Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing, London, 2004, p. 13.

Questa, in altri termini, è la logica che risiede alla base delle scelte dei CFO quando si decidono di emettere sul mercato nuove azioni: scelgono di intraprendere tale percorso quando ritengono che il mercato le stia sopravvalutando, così da ottenere più denaro rispetto a quello che gli spetterebbe. dunque lo fanno nel momento in cui ritengono di poter sfruttare un minor costo dell'equity. Affinchè si possa individuare il timing ottimale, occorre traslare questa logica nel processo pre-IPO. L'individuazione della cosiddetta "*window of opportunity*" da parte delle società, sotto il profilo storico, si traduce in periodi di elevata concentrazione di IPO in un singolo mercato. Tale fenomeno prende il nome di "*IPO clustering*".

Altra corrente di pensiero, invece, ritiene che il fattore chiave per il timing inerente alle condizioni di mercato sia rappresentato dall'asimmetria informativa tra i potenziali investitori ed il *management* della società in procinto di quotazione. Per far sì che l'emissione venga apprezzata dal pubblico, e, di conseguenza, rappresentare un risultato positivo, occorre che l'asimmetria sia bassa. Difatti, qualora fosse alta, il gap informativo, che vede gli "*insiders*" in possesso di più informazioni rispetto alla generalità degli investitori, si tradurrebbe in una prestazione negativa della quotazione. Ciò è dovuto al fatto che un'elevata asimmetria informativa fa sì che nasca il "*lemons problem*". Fautore di tale teoria fu Akerlof<sup>9</sup> e la stessa fu ripresa negli anni Ottanta da Myers e Majluf<sup>10</sup>. Tale approccio teorico ritiene che per il mercato l'emissione di nuovo equity rappresenta un segnale di sopravvalutazione dell'impresa emittente, quando il grado di asimmetria informativa sia particolarmente elevato. Il termine "*lemons*" si riferisce ai beni di scarsa qualità, le cui caratteristiche sono note al venditore ma non all'acquirente. Akerlof per contestualizzare i *lemons* si avvale di un esempio, ossia prende in considerazione il mercato delle auto usate, nell'ambito del quale quelle difettose (i *lemons*) non sono identificabili dai potenziali acquirenti, e

---

<sup>9</sup> AKERLOF G.A., *The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1970.

<sup>10</sup> MYERS S. C., MAJLUF N. S., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, 13, 1984, pp. 187-221.

pertanto non individuano alcuna differenza rispetto alle auto usate di buona qualità. In questo caso, dunque, sussiste un'asimmetria informativa tra acquirente e venditore, dalla quale deriva una distruzione dell'economia, un fallimento del mercato. Quanto appena detto avviene in quanto, qualora il prezzo dovesse rispecchiare la qualità media delle macchine usate, che, ricordiamo, costituisce l'unica caratteristica nota agli acquirenti, i proprietari sono incentivati a vendere solamente le auto di qualità inferiore; d'altro canto, tuttavia, i compratori sono in grado di prevedere le scelte dei venditori, e di conseguenza non sono disposti ad acquistare a tale prezzo, dal momento che l'effettiva qualità delle auto offerte sul mercato risulta inferiore a quella media. Tale processo prosegue e comporta che, di volta in volta, dal mercato vengono eliminati i veicoli di qualità migliore, sino a quanto restano solamente quelli di qualità più bassa, appunto i "limoni".

Riportando, dunque, il concetto sulle IPO, i *lemons* rappresentano le quotazioni di quelle società che vengono sopravvalutate, che poi sarebbero le uniche a cui converrebbe quotarsi; le "auto di buona qualità", invece, sono quelle imprese che avrebbero emesso i propri titoli ad un prezzo pari al valore reale, ma si astengono dal farlo in virtù della logica appena descritta che non gli consente di comunicare al pubblico che la propria IPO non è un *lemon*.

## 1.4 IL PROCESSO DI QUOTAZIONE

Come si è avuto modo di anticipare, la durata minima di un processo IPO oscilla tra i quattro e i sei mesi. Tuttavia, essa può allungarsi qualora l'operazione sia particolarmente complessa, oppure quando il controvalore dell'emissione risulti di quantità importanti.

Il processo di IPO, infatti, in alcuni casi particolari potrebbe durare anche due anni.

Il processo di quotazione, per ciò che concerne le fasi e le tappe, è simile a livello globale, ma diverso per ciò che concerne la burocrazia, in quanto le procedure seguono le regole e la normativa tipica di ciascun mercato<sup>11</sup>. Dunque, rispetto a quanto appena detto, si evince che l'elemento che varia è rappresentato dai documenti necessari, dalle scadenze imposte, dalle regole a cui deve conformarsi la società che intende quotarsi<sup>12</sup>. Premesso ciò, il processo è quasi del tutto identico. Difatti, come anticipato, vi è la prima fase di preparazione all'operazione, nell'ambito della quale la società che intende quotarsi è chiamata a pianificare l'operazione nell'*all-hands meeting*; la pianificazione viene effettuata una *due diligence*, con la preparazione del prospetto informativo che si concluderà con le domande di ammissione alla quotazione e alla negoziazione. Segue poi la fase nell'ambito della quale l'azienda è chiamata a seguire l'iter stabilito dalle regole fissate su quel mercato; tale fase, in sostanza, può essere definita come fase di stand-by in cui la società attende che le domande vengano accettate e nell'ambito della quale deve rispettare diversi adempimenti burocratici e di documentazione. Infine, l'ultima fase si avvia nel momento in cui si ha un riscontro da parte dell'organo competente e viene completato il prospetto informativo; a questo punto l'operazione viene sponsorizzata, inizia la raccolta degli ordini istituzionali nel

---

<sup>11</sup> ESPINASSE P., *IPO. A Global Guide*, Hong Kong University Press, Hong Kong, 2021.

<sup>12</sup> ANDERSON S., RANDOLPH BEARD T., BORN J.A., *Initial Public Offerings: Findings and Theories*, Springer US, London, 2012.

*book-building*, viene fissato il prezzo e si procede alla negoziazione del titolo. A questo punto l'impresa privata diviene quotata<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> FERRARO O., *Le Ipo: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative*, Angeli, Milano, 2021.

## 1.5 I SOGGETTI COINVOLTI

### 1.5.1 SOCIETÀ

Alla base della decisione di quotarsi in Borsa possono esservi vari obiettivi, sia di natura generale che finanziaria.

Tra le ragioni più frequenti da parte della società emittente figurano<sup>14</sup>:

- la gestione della struttura finanziaria: in tale aspetto rientrano diverse considerazioni, tra cui l'esigenza di raccogliere capitale di rischio al fine di finanziare la crescita, oppure la ricerca di condizioni in grado di rendere il livello del costo del capitale maggiormente ottimizzato;
- formazione di un mercato per le azioni: grazie al processo di quotazione è possibile soddisfare l'esigenza di disinvestimento per gli azionisti, i quali, poiché contribuiscono alla crescita societaria, potrebbero mostrare interesse verso la realizzazione di una parte del valore e, di conseguenza, diversificare la propria ricchezza;
- disponibilità di "moneta" per procedere con operazioni di acquisizione: in tal senso, le azioni quotate si pongono come strumento di pagamento per operazioni di acquisizione che si fondano sullo scambio azionario. In virtù dell'accesso al mercato dei capitali la società ha possibilità maggiori di finanziare la crescita per vie esterne;
- miglioramento dello *status* societario: poiché quotata, la società può godere di maggiori benefici sia in termini di immagine che di reputazione; ciò è particolarmente vero quando il mercato di quotazione è evoluto e apprezzato dagli investitori;
- capacità di attrarre risorse manageriali: la quotazione consente alla società di attrarre risorse manageriali in virtù della maggiore visibilità e della possibilità di beneficiare di pacchetti retributivi basati anche sulle azioni quotate (*stock option*).

---

<sup>14</sup> WESTENBERG D.A., *Initial Public Offerings. A Practical Guide to Going Public*, Practising Law Institute, London, 2018.

Nel processo di definizione del prezzo per la quotazione, un ruolo principale è attribuito alla società emittente e ai suoi azionisti, dal momento che, da una parte, si cercherà di ottenere la migliore valorizzazione del titolo e dall'altro rendere l'investimento appetibile, così da garantire il successo dell'operazione: per far fronte a ciò sarà necessario concedere un ragionevole sconto di prezzo (*underpricing*) agli investitori così da permettergli un rendimento adatto alle loro aspettative<sup>15</sup>.

#### 1.5.2 ADVISOR FINANZIARI

Altro soggetto coinvolto nelle operazioni IPO è rappresentato dall'*advisor* finanziario. Quest'ultimo, sebbene non sia una figura obbligatoria, rappresenta il soggetto che solitamente assiste gli azionisti e l'impresa per tutto il percorso di quotazione, andando a coordinare e gestire le relazioni che si instaurano con gli altri attori<sup>16</sup>.

All'*advisor* spettano diverse attività da compiersi dalla fase di preparazione alla quotazione, *due diligence*, *pre-marketing*, *bookbuilding* e *pricing*.

In particolare, nel corso della fase preparatoria, egli offre assistenza alla società rispetto alla predisposizione del piano industriale, seguendo i criteri e le linee guida accettati dal mercato. Difatti, seppur le proiezioni finanziarie presenti nel piano non fossero comunicate al mercato, sarà comunque sulla base delle stesse che dovrà essere costruita l'*Equity Story*, vale a dire il profilo della società emittente che, successivamente, verrà presentato agli investitori così da incentivarli ad offrire azioni. Nell'arco di tale fase, il *financial advisor* effettua uno studio preliminare di fattibilità dell'operazione, definendo attentamente le caratteristiche dei titoli da emettere, le linee guida dell'operazione e la struttura indicativa dell'offerta; tra l'altro, tale figura supporta la società anche nella selezione degli altri attori da coinvolgere, come ad

---

<sup>15</sup> FERRARO O., *Le Ipo: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative*, Angeli, Milano, 2021, pp. 51 ss.

<sup>16</sup> OIV, *Le valutazioni a fini di IPO*, 18 maggio 2017.

esempio il *global coordinator*, lo sponsor, altri consulenti e la società di comunicazione. Oltre a ciò, l'*advisor* ha il compito di effettuare una prima valutazione, mediante la quale gli azionisti possono giudicare la convenienza o meno dell'operazione di quotazione<sup>17</sup>.

Per quanto riguarda la fase di *due diligence*, il *financial advisor* si occupa del coordinamento, in collaborazione con la banca collocatrice, del processo di elaborazione dell'*Equity Story* che dovrà essere sottoposto all'attenzione del mercato; inoltre, offre la propria collaborazione per ciò che concerne la redazione del prospetto informativo, assiste la società nei rapporti con le banche del consorzio e con gli analisti finanziari; infine, promuove l'immagine dell'azienda.

Conclusa tale fase, in collaborazione con la banca collocatrice, l'*advisor* presenta alla società una prima ipotesi di valutazione (che prende il nome di *range* di valutazione preliminare).

Durante l'attività di *pre-marketing*, l'*advisor* finanziario offre supporto alla società emittente nella predisposizione della presentazione da sottoporre agli analisti del consorzio (*analyst presentation*), coordina l'attività di *pilot fishing*, di *investor education* e fissa il *range* di prezzo indicativo e del prezzo massimo.

Nella fase di *bookbuilding*, l'*advisor* aiuta la società emittente a svolgere il *roadshow*, nonché si occupa della verifica della formazione del *Book* ed assiste nella definizione del prezzo finale e nell'allocazione dei titoli agli investitori.

Tutto ciò fa emergere il fondamentale ruolo di tale figura nel processo di IPO.

### 1.5.3 SINDACATO DI COLLOCAMENTO

Altro importante soggetto coinvolto nelle IPO è il sindacato di collocamento, vale a dire l'insieme delle banche che, assolvendo a varie funzioni, si occupano dello

---

<sup>17</sup> FERRARO O., *Le Ipo: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative*, cit.

svolgimento di tutte le attività utili ai fini del collocamento delle azioni presso gli investitori.

In presenza di operazioni di una certa dimensione, la struttura del sindacato è assume la forma piramidale: al vertice vi è il *global coordinator* e, via via che si scende, diversi ranghi di banche che rivestono posizioni meno rilevanti e con meno responsabilità.

La parte alta del sindacato assolve a funzioni di management e coordinamento; invece, quella bassa si occupa della funzione distributiva.

Tra le principali attività svolte dal sindacato di collocamento figurano<sup>18</sup>:

1. raccolta *feed-back* preliminari dagli investitori;
2. assicurare l'affidabilità dell'emittente;
3. eseguire attività di *placing* e *pricing*.

Tali tre attività sono essenziali per poter giungere alla definizione finale dei termini dell'offerta, nonché per lo svolgimento del processo di raccolta ordini e di *pricing*.

#### ***Raccolta feed-back preliminari dagli investitori***

Tra i passaggi più importanti del processo di IPO vi è la definizione del prezzo finale di allocazione delle azioni offerte. Man mano che si procede con l'operazione, il processo di *pricing* si arricchisce di sostanza e contenuto, in quanto la società, a poco a poco, offre dati e informazioni riguardanti sia l'attività che le prospettive future: pertanto, partendo da una stima preliminare, in maniera progressiva si tengono in considerazione le indicazioni degli investitori nel corso dell'attività di *pre-marketing*, le ricerche effettuate dagli analisti del consorzio di collocamento, l'andamento dei mercati borsistici, le dimensioni dell'offerta e l'eventuale liquidità del titolo<sup>19</sup>.

#### ***Assicurare l'affidabilità dell'emittente***

Altra importantissima funzione assolta dal sindacato di collocamento consiste nel garantire la qualità della società emittente e della sua *Equity Story*. Nello specifico, il

---

<sup>18</sup> OIV, *Le valutazioni a fini IPO*, cit.

<sup>19</sup> FERRARO O., *Le Ipo: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative*, cit., p. 58.

*global coordinator* ed il *bookrunner* supportano la società emittente anche in virtù della previsione della cosiddetta clausola di garanzia. L'aspetto reputazionale assume particolare rilievo in quanto una delle problematiche principali rispetto alla quale gli investitori si trovano a combattere nel corso di una IPO è l'asimmetria informativa. Pertanto, nella maggior parte dei casi, gli investitori tengono strettamente conto, non solo della validità dell'*Equity Story*, ma anche della reputazione di cui godono le banche del sindacato.

### ***Eseguire attività di placing e pricing***

Altra funzione svolta dal sindacato di collocamento riguarda l'attività di *placement* vale a dire la massimizzazione delle manifestazioni di interesse all'offerta da parte degli investitori. Le attività di *placement* e tutte le attività preliminari di *marketing*, in virtù della forza distributiva attuata dal sindacato, concorrono a far sì che la domanda degli investitori si sviluppi in maniera tale da creare le basi per una buona riuscita dell'offerta. Dopo aver raccolto le possibili adesioni, il sindacato, insieme all'*advisor* finanziario, dovrà effettuare un'attenta selezione dei potenziali investitori cosicché l'offerta di titoli possa essere pienamente soddisfatta.

Per gli investitori *retail*, i criteri contenuti nel prospetto informativo sono oggettivi e trasparenti: essi vanno dall'estrazione a sorte all'assegnazione pro-quota. Al contrario, per gli investitori istituzionali, vi è ampia discrezionalità nell'attribuzione, da parte del consorzio, delle azioni.

Infine, il sindacato di collocamento, sempre in collaborazione con l'*advisor*, è tenuto a fissare il prezzo finale dell'offerta: in questa fase, si trova a far fronte ad un difficile *trade-off*, dal momento che, da un lato, si dovrebbe evitare di fissare un prezzo troppo elevato (*overpricing*), e che quindi potrebbe avvantaggiare l'emittente, e dall'altro lato, evitare di fissare un prezzo troppo basso (*underpricing*), e che quindi sia finalizzato a premiare solo gli investitori a discapito dell'emittente.

#### 1.5.4 ANALISTI

Infine, tra i soggetti coinvolti nel processo IPO vi sono gli analisti finanziari delle banche del consorzio; la credibilità di questi ultimi e la loro reputazione influisce, infatti, sull'interesse dei principali investitori istituzionali e di conseguenza potrebbe condizionare il successo dell'operazione. Anche se l'analista rientra nel gruppo di lavoro della banca collocatrice, si tratta di una figura che deve essere considerata quale soggetto terzo indipendente chiamato a svolgere il compito di studiare e comprendere l'*Equity Story*, così da poterla, in un momento successivo, rappresentare in un documento *ad hoc* ( "*equity research*"). Quest'ultimo dovrà poi essere diffuso tra gli investitori target delle banche del consorzio, in modo tale da consentirgli una conoscenza rispetto al profilo dell'investimento proposto.

Elemento essenziale di una IPO, in tal senso, è la reputazione degli analisti finanziari delle banche del consorzio, la quale, tra le altre cose, trova espressione anche attraverso i *ranking* pubblici elaborati da società specializzate.

Ai fini della buona riuscita dell'operazione IPO è essenziale la capacità degli analisti di stimolare l'interesse degli investitori più importanti ( "*opinion leader*" o "*price maker*"), i quali, a loro volta, potrebbero incentivare altri investitori, creando un vero e proprio effetto a cascata.

La società emittente, di conseguenza, dovrebbe intendere l'analista come un soggetto indipendente esterno che dovrà essere coinvolto nel processo, in quanto la sua ricerca costituisce uno dei fattori più rilevanti per influire sull'opinione degli investitori in merito al posizionamento competitivo dell'emittente ed alla relativa valutazione.

In linea di massima, si può osservare che la ricerca è strutturata sulla base di specifiche linee guida ed è composta dai seguenti paragrafi<sup>20</sup>:

1. "*investment case*", ovvero le principali motivazioni all'acquisto del titolo;
2. analisi dei punti di forza e debolezza della società;
3. analisi del settore e posizionamento competitivo della società;

---

<sup>20</sup> OIV, *Le valutazioni a fini IPO*, cit.

4. fattori di rischio dell'investimento;
5. criteri di valutazione della società e talvolta un *range* di valori;
6. storia della società e descrizione delle sue attività;
7. biografia del management e degli azionisti;
8. analisi delle *business unit* e del modello di business;
9. analisi del portafoglio prodotti/servizi e dei marchi della società;
10. dati finanziari storici e stima dei dati finanziari prospettici.

CAPITOLO II  
COSTI E BENEFICI DI UNA IPO

## 2.1 I COSTI LEGATI ALLA QUOTAZIONE

Per effettuare una IPO la società deve far fronte ad alcuni costi, vale a dire quelli diretti, quelli indiretti e quelli post-IPO.

### 2.1.1 COSTI DIRETTI DI UNA IPO

I costi diretti da sostenere per poter effettuare una IPO possono essere suddivisi nelle seguenti tre categorie<sup>21</sup>:

- *underwriting fees*;
- costi di *advisory*;
- altri costi.

La prima tipologia, detta anche *underwriter spread*, riguarda le commissioni di sottoscrizione e costituisce, quindi, il costo principale. Solitamente, equivale al 4-7% del valore assoluto dell'emissione azionaria pubblica<sup>22</sup>. Occorre precisare che, sebbene tale percentuale sia quella più comunemente individuata nelle operazioni IPO, può anche diminuire in concomitanza con l'incremento del valore del deal. In linea di massima, gli *underwriters* sono banche di investimento, vale a dire coloro che, espletando attività di intermediazione, sottoscrivono i titoli azionari, da vendere successivamente al pubblico.

Tali soggetti ottengono la commissione attraverso l'acquisto di azioni dalla società emittente; azioni che saranno poi vendute al pubblico. Il profitto da loro realizzato risulterà pari alla differenza tra i prezzi, vale a dire quello di acquisto e quello di collocamento del titolo (*spread*). Lo scopo di tale costo è quello di farsi carico del rischio di un potenziale fallimento dell'operazione, nonché dei servizi accessori messi

---

<sup>21</sup> ANDERSON S., RANDOLPH BEARD T., BORN J.A., *Initial Public Offerings: Findings and Theories*, Springer US, London, 2012.

<sup>22</sup> PWC DEALS USA, *Considering an IPO to fuel your company's future?* novembre 2017.

a disposizione dalla società di investimento, supportando l'emittente nel processo di quotazione.

L'*underwriters spread*, inoltre, è finalizzato anche al rimborso dei servizi per l'emittente, prima, durante e dopo l'IPO. In particolare, tra tali servizi rientra anche la consulenza ai fini della compilazione del prospetto informativo, nonché di tutti i documenti da sottoscrivere in virtù della quotazione, nella definizione del prezzo di offerta e nella ricerca di investitori istituzionali per la stessa.

Per quanto attiene, invece, la seconda tipologia di costi diretti, ossia gli *advisory*, essi riguardano l'apporto professionale prestato da contabili ed avvocati. In tal senso, il ruolo del contabile è quello di assicurare la veridicità del bilancio ed il rispetto delle norme legali. I costi afferenti all'aspetto contabile incrementano in maniera rilevante in concomitanza con l'aumento della dimensione dell'impresa, dal momento che più quest'ultima sarà grande più alta sarà la probabilità di incorrere in difficoltà nel processo preparatorio alla quotazione.

Gli avvocati, invece, garantiscono che la società rispetta la burocrazia dell'organismo che presiede il mercato borsistico, nonché che agisce nel rispetto delle disposizioni in materia<sup>23</sup>.

Infine, vi sono altri costi. Si pensi, ad esempio, al tipografo finanziario che, sotto il profilo economico, risulta abbastanza oneroso. Difatti, nel corso del processo di quotazione devono essere stampati tantissimi documenti. I più rilevanti sono quelli relativi al supporto al management societario, quelli per la distribuzione agli altri soggetti che prendono parte al processo e al pubblico in generale, quelli utili per rispettare la burocrazia tipica degli istituti riguardanti il sistema borsistico.

Rientrano tra gli altri costi legati all'operazione IPO, quelli che precedono la stessa, tra cui le commissioni spettanti all'organo nazionale del Paese in cui la società sarà registrata (in Italia è la CONSOB), le commissioni da sostenere affinché la società venga registrata nel listino borsistico in cui dovrà essere perfezionata l'IPO, ulteriori

---

<sup>23</sup> PWC DEALS USA, *Considering an IPO to fuel your company's future?*, cit.

commissioni per particolari registrazioni richieste in determinati Stati. Altresì, rientrano in tale categoria di “altri costi” quelli legati alla trasferta del management affinché l’IPO possa essere promossa, anche sui media<sup>24</sup>.

#### 2.1.2 COSTI INDIRETTI DI UNA IPO E FONTI DI FINANZIAMENTO

Tra i costi indiretti legati all’operazione di IPO figura il tempo che il management investe per poter seguire l’operazione in tutte le sue fasi (da 6 mesi a 2 anni circa). Tra l’altro anche dopo il completamento dell’operazione, il management sarà impegnato periodicamente, per cui il grado di attenzione necessario aumenta in maniera progressiva. Tale tempo, che, inevitabilmente, viene sottratto al top management, potrebbe essere impiegato per rendere il business aziendale maggiormente efficiente e, dunque, per apportare miglioramenti all’impresa così da incrementare il suo valore. Il tempo e le energie investite per l’operazione rappresentano, per la società, un costo opportunità.

Altro importante costo indiretto riguarda la trasparenza informativa necessaria ai fini della sua esistenza post-operazione. Ciò implica che, oltre a costi indiretti, la società dovrà far fronte ad ulteriori costi diretti post-IPO, di cui si tratterà nel prossimo paragrafo.

Altro costo che rientra tra quelli indiretti riguarda la necessità di modificare l’assetto strutturale; difatti, quando una società diviene pubblica dovrà necessariamente cambiare alcuni aspetti a livello organizzativo, gestionale e manageriale. Solitamente, gli adeguamenti da apportare riguardano le seguenti aree: legale (statuto), sistemi informativi, principi di corporate governance, politiche comunicative, miglioramento dei sistemi di controllo interno.

Ulteriori costi indiretti fanno riferimento alle asimmetrie informative che sussistono, quasi sempre, tra emittente e potenziali investitori. Più elevata sarà l’asimmetria più ridotta sarà l’efficienza di mercato, maggiore sarà il costo dell’*equity*. Tale asimmetria

---

<sup>24</sup> PWC DEALS USA, *Considering an IPO to fuel your company's future?*, cit.

può essere individuata prima e dopo l'IPO. In tal senso, nel pre-IPO l'asimmetria rappresenta un fattore al quale bisogna porre particolare attenzione in modo tale da capire se si possa effettivamente raggiungere un'efficienza sotto il profilo del timing dell'operazione; nel post-IPO, invece, l'asimmetria influisce in maniera diretta sul costo dell'*equity*, in quanto assume le vesti di costo di contrattazione.

### 2.1.3 COSTI POST-QUOTAZIONE

L'analisi dei costi riguardanti il processo di IPO deve concludersi soffermandosi su quelli post-operazione<sup>25</sup>.

In questo caso, i costi si suddividono in costi che si presentano una sola volta e costi ricorrenti, vale a dire da sostenere ogni anno o più volte all'anno.

Relativamente ai primi, si tratta appunto di costi *tantum* che la società è chiamata a sostenere per apportare modifiche alla struttura aziendale. Solitamente, l'ammontare di tali costi supera il milione di dollari<sup>26</sup>.

Appartengono a tale categoria i costi erogati per modificare l'organizzazione al suo interno, dunque quelli utili per il rafforzamento del sistema contabile, quelli necessari per creare un nuovo piano di retribuzione azionaria, quelli per implementare nuovi sistemi di controllo interno.

Per quanto riguarda, invece, i costi ricorrenti questi fanno riferimento alle spese da affrontare per la consulenza legale e contabile. Tali commissioni, da una parte, sono utili per la redazione di documenti finalizzati al rispetto delle comunicazioni periodiche agli azionisti e al mercato, dall'altra parte derivano dall'aumento delle parcelle dei revisori.

Ulteriori costi ricorrenti sono quelli inerenti all'assunzione del personale. A tal riguardo, può essere vantaggioso, sotto il profilo economico, procedere con l'internalizzazione di alcune funzioni, ad esempio mediante la creazione di divisioni

---

<sup>25</sup> ESPINASSE P., *IPO. A Global Guide*, Hong Kong University Press, Hong Kong, 2021.

<sup>26</sup> PWC DEALS USA, *Considering an IPO to fuel your company's future?*, cit.

ad hoc istituite per adempiere ai compiti extra scaturenti proprio dallo status di società quotata. Dal momento che non è sempre facile riuscire a comprendere quanti nuovi dipendenti servono per ciascuna area funzionale, le società quotate raggiungono la dimensione ottimale solamente dopo tantissimo tempo<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> PWC DEALS USA, *Considering an IPO to fuel your company's future?*, cit.

## 2.2 I BENEFICI DEL PROCESSO IPO

Il processo di IPO ha il grande vantaggio di rispondere all'esigenza di reperire nuovi capitali per l'impresa. Crea inoltre un mercato liquido per le azioni della società, consentendo ai finanziatori e agli azionisti di convertire parte della loro partecipazione in contanti. A tal riguardo, sono stati individuati i seguenti principali vantaggi dell'IPO<sup>28</sup>:

- migliore accesso ai mercati dei capitali per raccogliere denaro attraverso offerte di azioni e obbligazioni;
- flessibilità di negoziare azioni con elevata liquidità e valutazione giornaliera;
- maggiore visibilità e riconoscibilità del marchio presso i consumatori;
- valutazioni più elevate, in quanto una maggiore divulgazione delle informazioni riduce l'incertezza relativa alla performance;
- possibilità di diversificare la ricchezza dal lato degli azionisti;
- maggiore capacità di attrarre, trattenere e premiare dipendenti di valore attraverso piani di *stock option*;
- opportunità di legare e incentivare le persone chiave dell'azienda con piani di incentivazione a lungo termine.

Bisogna rilevare che la motivazione a procedere con un'IPO è più forte in certe situazioni e tempi, più che in altri<sup>29</sup>. Molte volte la letteratura si è concentrata su queste diverse situazioni che influenzano i benefici legati all'IPO, sintetizzandole come segue:

- influenza della sottovalutazione/sopravalutazione del mercato nella tempistica dell'IPO;

---

<sup>28</sup> EY, *Private company insights: Balancing the motivation for an IPO with the pros and cons*, 2015, consultabile sul sito internet [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private\\_company\\_insights-IPO-Pros\\_and\\_Cons/\\$FILE/Private%20company%20insights%20-%20IPO%20-%20Pros%20and%20Cons.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_company_insights-IPO-Pros_and_Cons/$FILE/Private%20company%20insights%20-%20IPO%20-%20Pros%20and%20Cons.pdf)

<sup>29</sup> RITTER J. R., WELCH I., *A review of IPO activity, pricing and allocations*, in *The Journal of Finance*, 57, 2002, pp. 1795–1828.

- possibilità di raccogliere capitali e mantenere il controllo aziendale;
- la fase del ciclo di vita dell'impresa e il suo effetto sull'asimmetria informativa degli investitori di mercato;
- influenze del settore, come le possibilità di innovazione o il vantaggio della prima mossa;
- influenza delle caratteristiche dell'impresa, quali elevato indebitamento e alto potenziale di crescita;
- possibilità di diversificazione degli investimenti per gli imprenditori e capacità di monitoraggio dei gestori;
- possibilità di pubblicità indiretta;
- capacità di guadagnare quote di mercato e creare uno svantaggio per gli investitori.

### 2.2.1 RACCOLTA DI CAPITALI

Nella maggior parte dei casi, le imprese si quotano in borsa per raccogliere nuovo capitale azionario per finanziare la crescita, e oltre il 70% dei CFO lo conferma<sup>30</sup>. Pertanto, l'opportunità di investimento è il vantaggio più importante della quotazione in borsa. Ciò trova conferma anche in un altro studio<sup>31</sup>, nel quale è stato sottolineato che il principale vantaggio della quotazione sia la possibilità di raccogliere capitali per finanziare nuovi progetti.

Tuttavia una IPO non è sempre conveniente, e i suoi benefici possono variare molto a seconda della situazione. In particolare l'asimmetria informativa ha una forte influenza sulla scelta del momento di quotazione.

Sulla base di ciò, alcune indagini<sup>32</sup> hanno analizzato come l'asimmetria informativa, in particolare il problema della selezione avversa, influenzi la decisione sul momento

---

<sup>30</sup> *Ibidem*.

<sup>31</sup> LUCAS D., MCDONALD R., *Equity issues and stock price Dynamics*, in *Journal of Finance*, 45, 1990, pp. 1019–1043.

<sup>32</sup> *Ibidem*.

di avvio del processo di offerta pubblica iniziale. Per il modello proposto da tali studiosi erano poche le questioni rilevanti: in primo luogo in un numero considerevole di casi le imprese sperimentano un calo del prezzo prima dell'emissione delle nuove azioni; in secondo luogo, il fatto che le emissioni seguono mediamente l'andamento del mercato<sup>33</sup>. L'idea che risiede alla base di tale modello è la seguente: i gestori hanno un vantaggio informativo rispetto agli investitori e questo implica che non identificheranno correttamente il valore reale dell'impresa. Possono stimare per l'azienda un valore superiore a quello reale, quindi sopravvalutare l'azienda, oppure possono stimare un valore inferiore per l'azienda, che risulterà sottovalutata. Un annuncio informativo aiuta gli investitori a correggere la loro valutazione. Dopo l'annuncio il prezzo delle azioni potrebbe salire: questo implica che l'azienda è stata sottovalutata. Al contrario, se il prezzo delle azioni scende dopo l'annuncio, l'impresa è stata sopravvalutata.

Ritter e Welch<sup>34</sup> affermano che se l'azienda ha bisogno di un aumento di capitale per finanziare la crescita, i manager presteranno attenzione a come il mercato valuta l'azienda. Se l'azienda è sottovalutata dal mercato è probabile che i manager aspetteranno prima di intraprendere un aumento di capitale. Ciò implica che in media le società hanno una performance superiore alla media prima dell'emissione di azioni, perché aspettano che la sottovalutazione svanisca prima di emettere. D'altra parte le imprese sopravvalutate emetteranno immediatamente; difatti, se aspettassero si potrebbe profilare la possibilità che i prezzi scendano e quindi l'impresa perderà l'opportunità di raccogliere più soldi.

Dati questi due percorsi di prezzo, gli emittenti azionari hanno in media rendimenti anormali positivi prima dell'emissione, e questo è il momento migliore per iniziare il processo di deposito IPO, quando l'azienda è sopravvalutata dal mercato<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> *Ibidem.*

<sup>34</sup> RITTER J. R., WELCH I., *A review of IPO activity, pricing and allocations*, cit.

<sup>35</sup> LUCAS D., McDONALD R., *Equity issues and stock price Dynamics*, cit.

La valutazione dipende anche dall'umore generale del mercato: è più probabile che si verifichino emissioni azionarie quando c'è un rialzo generale del mercato, in questo modo la valutazione dell'azienda sarà più alta e la società raccoglierà più fondi. Per spiegare ciò, è stato ipotizzato<sup>36</sup> che la percentuale di imprese nell'economia sopravvalutate o sottovalutate non è sistematica nel tempo. In un periodo in cui un numero di imprese sopra la media è sottovalutato, quando le informazioni su queste imprese diventano pubbliche, si prevede che si crei un rialzo generale del mercato, poiché il mercato noterà il valore reale di quelle imprese. Dopo questo aumento, molte aziende raccoglieranno nuovo capitale: i manager capiscono che il mercato stava sottovalutando l'azienda, quindi aspettato un rialzo del mercato. Pertanto, si prevede un aumento delle emissioni azionarie in un periodo di crescita del mercato. Ciò evidenzia che, a causa dell'asimmetria informativa degli investitori, la tempistica dell'emissione è fondamentale per il buon esito dell'operazione.

#### 2.2.2 DIRITTI SUI FLUSSI DI CASSA E CONTROLLO SOCIETARIO

Zingales ha sottolineato che anche il controllo societario è un fattore importante da considerare<sup>37</sup>: quotandosi in borsa il proprietario iniziale può modificare la proporzione dei diritti sui flussi di cassa e sui diritti di controllo societario che mantiene. Pertanto, il proprietario iniziale utilizza l'IPO per ottimizzare la struttura di proprietà della società e massimizzare il suo profitto da un'eventuale vendita.

Ci sono due fonti che aumentano la valutazione di un acquirente: l'aumento del flusso di cassa, di cui godono tutti gli azionisti, e l'aumento dei benefici privati del controllo, che viene catturato solo dall'azionista di controllo.

Inoltre, i mercati per questi due benefici sono diversi: il primo è popolato da molti piccoli investitori ed è pienamente competitivo, mentre il secondo è ristretto a pochi

---

<sup>36</sup> *Ibidem.*

<sup>37</sup> ZINGALES L., *Insider ownership and the decision to go public*, in *The Review of Economic Studies*, 62, 1995, pp. 425-448.

grandi investitori e non è pienamente competitivo. Pertanto, l'*incumbent* in generale non sarà in grado di estrarre l'intero valore di riserva dell'acquirente attraverso la contrattazione diretta.

Di conseguenza, queste due componenti vengono vendute meglio attraverso due tecniche di vendita separate: i diritti sui flussi di cassa dovrebbero essere venduti all'asta ad azionisti dispersi, i benefici privati del controllo dovrebbero essere contrattati rispetto a una negoziazione diretta.

Con la vendita dei diritti sui flussi di cassa agli azionisti dispersi senza vendere il controllo, il proprietario iniziale può cedere parte del suo investimento e guadagnerà un flusso di cassa libero.

Tuttavia, mantenendo il controllo, l'*incumbent* riesce ad estrarre parte del surplus derivante dai maggiori benefici privati dell'acquirente in una trattativa diretta<sup>38</sup>.

### 2.2.3 INFLUENZA DELLA FASE DEL CICLO DI VITA

Chemmanur & Fulghieri<sup>39</sup> hanno spiegato che nelle diverse fasi della vita di un'impresa possono esserci momenti ottimali o non ottimali per quotarsi in borsa. Vendere le azioni a un unico grande investitore ("*venture capitalist*") ha un vantaggio: minimizza il costo di produzione dell'informazione.

Tuttavia, lo svantaggio è che il *venture capitalist*, che rimane meno che completamente diversificato ed esercita un potere contrattuale notevolmente maggiore nei confronti dell'imprenditore rispetto agli azionisti pubblici, richiederà in equilibrio un tasso di rendimento significativamente maggiore. D'altra parte la vendita di azioni a un gran numero di investitori nel mercato azionario ha il vantaggio che ogni investitore è completamente diversificato e non ha quasi alcun potere contrattuale rispetto

---

<sup>38</sup> *Ibidem*.

<sup>39</sup> CHEMMANUR T.J., FULGHIERI P., *A theory of the going-public decision*, in *The review of financial studies*, 12.2, 1999, pp. 249-279.

all'imprenditore, ma c'è una certa duplicazione nella produzione di informazioni e di conseguenza una maggiore quantità di informazioni aggregate.

La risoluzione di questo *trade-off* dipende dall'entità dei costi di produzione delle informazioni degli outsider: le aziende più vecchie hanno flussi di cassa liberi più stabili e prevedibili, quindi anche per gli investitori esterni è meno costoso raccogliere informazioni sul *fair value* e sulla performance di un'azienda più vecchia. Inoltre l'accumulo di quante più informazioni possibili sull'azienda da parte del mercato aiuta la valutazione.

Ciò implica che le imprese più vecchie, con una quantità sufficiente di informazioni su di esse accumulate nel pubblico dominio, avranno maggiori probabilità di essere quotate in borsa. Le imprese più giovani, che comportano un maggior costo di acquisizione delle informazioni, scelgono come investitore il *venture capitalist*. Inoltre, mentre una certa quantità di duplicazione nell'acquisizione delle informazioni è inevitabile, il prezzo nel mercato azionario trasmette informazioni tra gli investitori in modo che solo una frazione di questi investitori sosterrà il costo di produzione delle informazioni, riducendo così l'entità di tale duplicazione.

#### 2.2.4 NUOVI MERCATI E PERCEZIONE DEGLI INVESTITORI

Maksimovic & Pichler<sup>40</sup> hanno analizzato le offerte pubbliche iniziali nelle imprese tecnologiche, studiando le forme di finanziamento nelle industrie in via di sviluppo. Hanno scoperto che le imprese innovative affrontano i seguenti pericoli: il rischio che una nuova tecnologia renda obsoleto il loro investimento e il rischio che i nuovi entranti possano riprodurre una tecnologia simile e ridurne i profitti. Inoltre, la tempistica e il tipo di finanziamento dipendono: dalla percezione pubblica che l'industria sia fattibile, dalla probabilità che appaia una tecnologia superiore e dal costo di ricerca e sviluppo, che deve essere pagato dai nuovi entranti.

---

<sup>40</sup> MAKSIMOVIC V., PICHLER P., *Technological innovation and initial public offerings*, in *Review of Financial Studies*, 14, 2001, pp. 459-494.

Nelle prime fasi dell'impresa, è probabile che la stessa disponga di finanziamenti privati. Ciò accade quando l'industria è percepita come rischiosa, con elevati investimenti di sviluppo ma bassa probabilità di ingresso di nuovi concorrenti. Invece, in questa fase del ciclo di vita dell'impresa, è probabile che abbia un finanziamento pubblico quando l'industria è percepita come fattibile e meno rischiosa, e l'investimento iniziale non è di importo elevato, ma anche la probabilità di essere spiazzati da nuovi entranti è bassa.

Inoltre, un'offerta pubblica crea un mercato secondario per i titoli dell'azienda che rivelano molte informazioni non note all'emittente. Queste informazioni aggiuntive vengono rivelate anche ai potenziali entranti e possono avvantaggiare anche l'*incumbent*: maggiori informazioni disponibili sul mercato renderanno più chiara la fattibilità del settore, quindi eviteranno sia un eccesso che un numero insufficiente di ingressi<sup>41</sup>.

In conclusione una IPO in nuovi mercati diffonderà l'informazione, e questo può ridurre i problemi di asimmetria informativa: la competizione si svilupperà in modo più equilibrato.

L'IPO ha un altro vantaggio che non può essere esercitato dall'impresa *incumbent*: la diffusione delle informazioni ridurrà il rischio per gli investitori, quindi l'*underpricing* sarà inferiore, soprattutto se confrontato con il finanziamento privato.

#### 2.2.5 OPPORTUNITÀ DI CRESCITA

Le determinanti della decisione di quotarsi dipendono dalle caratteristiche *ex ante* delle società che si quotano e dalle conseguenze *ex post* di tale decisione<sup>42</sup>. In tal senso, alcuni autori<sup>43</sup> hanno riassunto i vantaggi che la ricerca precedente aveva evidenziato

---

<sup>41</sup> *Ibidem*.

<sup>42</sup> PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L., *Why do companies go public? An empirical analysis*, in *The Journal of Finance*, 53, 1998, pp. 27–64.

<sup>43</sup> *Ibidem*.

e poi hanno esaminato se questi fossero fattori determinanti della decisione di quotarsi in borsa.

Il primo beneficio che la letteratura ha evidenziato e che ha analizzato è il superamento dei vincoli di indebitamento, in particolare per trovare fonti alternative alle banche. Seguendo questo modo di ragionare, le IPO dovrebbero essere adatte a società con grandi investimenti attuali e opportunità di investimento future, con leva finanziaria elevata e crescita elevata.

Secondo beneficio dell'IPO dovrebbe essere la possibilità di ridurre l'elevato potere contrattuale delle banche: la diffusione di informazioni riguardanti l'azienda può aumentare la proposta di contrattazione da parte di altri finanziatori, e la concorrenza alla fine assicura una riduzione del costo del credito.

Quindi le aziende che affrontano tassi di interesse più elevati e hanno fonti di credito più concentrate dovrebbero avere maggiori probabilità di diventare pubbliche per rendere il loro credito più economico.

In terzo luogo, la decisione di quotarsi in borsa dovrebbe influenzare la liquidità delle azioni dell'azienda. Le azioni di società private possono essere negoziate solo attraverso la ricerca informale di una controparte, a costi considerevoli mentre in un mercato organizzato è possibile scambiare a buon mercato e con breve preavviso<sup>44</sup>.

Tuttavia, la liquidità delle azioni di una società è una funzione crescente del loro volume di scambi, in modo che questo beneficio di liquidità possa essere effettivamente raccolto solo da società sufficientemente grandi, e anche per questo dovrebbe esserci una relazione positiva tra dimensione e probabilità di una IPO. Inoltre, la quotazione aumenta le possibilità di diversificazione per i fondatori sia direttamente, disinvestendo dalla società e reinvestendo in altri asset, sia indirettamente, perché la società con nuovo patrimonio dopo l'IPO può acquisire partecipazioni in altre società. Se la diversificazione è un motivo importante nella decisione di quotarsi in borsa, le società più rischiose dovrebbero avere maggiori

---

<sup>44</sup> *Ibidem*.

probabilità di quotarsi in borsa, e dovrebbe aumentare anche la probabilità che gli azionisti di controllo vendano gran parte delle loro azioni al momento dell'IPO o subito dopo.

Altro beneficio dovrebbe essere lo strumento di monitoraggio che il mercato mette a disposizione e che non è presente nelle imprese private: sia attraverso la possibilità di acquisizioni ostili sia attraverso l'opportunità di valutazione di mercato delle scelte manageriali. Inoltre, in un'azienda pubblica, la negoziazione delle azioni è influenzata dalle informazioni sull'azienda. Pertanto, collegare i piani retributivi dei manager alla performance del titolo può migliorare il loro comportamento e il loro impegno nel migliorare la produzione di valore dell'impresa.

Purtroppo tale ipotesi non è stata verificata, in quanto il campione oggetto di studio era rappresentato da aziende italiane<sup>45</sup> e, al momento dello studio, le informazioni sulla remunerazione del management non erano obbligatorie per la divulgazione.

Un vantaggio per l'azienda è la pubblicità indiretta derivante dall'IPO: la maggior parte degli investitori detiene portafogli che contengono una piccola frazione dei titoli esistenti, spesso semplicemente perché ignorano che una certa società esiste, ma la quotazione funziona come pubblicità per l'azienda.

Tale aspetto è molto importante in quanto più un'azienda è conosciuta, più alto sarà il numero di investitori e di conseguenza più alto sarà il prezzo delle azioni. Ciò trova conferma, ad esempio, nel fatto che quando una società già quotata annuncia di quotarsi alla Borsa di New York il suo titolo registra un rendimento anomalo del 5%.

Un'altra situazione che crea benefici positivi per l'azienda è la presenza di una finestra di opportunità: le aziende che riconoscono che altre società del loro settore sono sopravvalutate hanno un incentivo a quotarsi perché i manager possono sfruttare la sopravvalutazione del mercato per raccogliere più capitale. Una misura della disponibilità a sopravvalutare il mercato è il rapporto mediano mercato-valore contabile delle società pubbliche nello stesso settore, quindi se questa misura è elevata,

---

<sup>45</sup> *Ibidem.*

le aziende dovrebbero avere maggiori probabilità di diventare pubbliche. Attraverso alcune valutazioni ex-post è possibile comprendere alcuni aspetti; ad esempio, se le società di nuova quotazione investono a tassi anomali e realizzano grandi profitti, allora è probabile che il rapporto tra market-to-book e IPO sia guidato dalle aspettative di future opportunità di crescita; in caso contrario, è probabile che rifletta il desiderio di sfruttare una finestra di opportunità.

Analizzando alcune aziende è emerso che il fattore principale che influenza la probabilità di una IPO è il rapporto mercato/valore contabile al quale le imprese dello stesso settore operano: un aumento del rapporto mercato/valore contabile aumenta le possibilità di una IPO<sup>46</sup>.

Questa relazione positiva può essere causata dall'aumento delle opportunità di crescita in un settore, che si riflette sui prezzi di mercato, e che ha quindi aumentato la necessità di investimenti. Una seconda causa potrebbe essere che gli imprenditori aspettino ad emettere nuove azioni quando il mercato sopravvaluta le azioni, e questo è in linea con la teoria di Lucas e McDonald<sup>47</sup>. Pagano et al.<sup>48</sup> suggeriscono che questa seconda spiegazione sia la più plausibile.

Il secondo fattore determinante è la dimensione dell'azienda: le aziende più grandi hanno maggiori probabilità di quotarsi in borsa. Le IPO tendono anche a coinvolgere società che prima dell'operazione crescevano più velocemente ed erano più redditizie. Per quanto riguarda altre ipotesi tratte dalla letteratura che sono state testate emerge quanto segue: entrambe le variabili che misurano i bisogni di finanziamento di un'impresa, ovvero investimenti e crescita, aumentano la probabilità di quotazione, ma non in modo statisticamente significativo. Le *proxy* del costo e della disponibilità del credito non sono risultate avere molto potere esplicativo: il costo relativo del credito bancario e la leva finanziaria di un'impresa hanno un impatto negativo sulla

---

<sup>46</sup> *Ibidem*.

<sup>47</sup> LUCAS D., McDONALD R., *Equity issues and stock price Dynamics*, cit.

<sup>48</sup> PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L., *Why do companies go public? An empirical analysis*, Cit.

probabilità di un'IPO, ma nessuno dei due è statisticamente significativo. Al contrario, la concentrazione del credito bancario sembra aumentare la probabilità di una IPO, ma anche questo effetto non è statisticamente significativo<sup>49</sup>.

#### 2.2.6 INFLUENZE DELL'INDUSTRIA, IN PARTICOLARE QUELLA TECNOLOGICA

Un altro vantaggio derivante dall'IPO è quello osservato da Schultz e Zaman<sup>50</sup>, i quali hanno notato che le imprese si quotano per ottenere il vantaggio del *first mover*. I due studiosi hanno analizzato un campione di società Internet che comprendeva tutte le azioni quotate tra il gennaio 1996 e il marzo 2000 presenti nell'*Internet Stock List*. Tra il gennaio 1999 e il marzo 2000, 321 società Internet si sono quotate in borsa e la maggior parte di esse ha avuto scarsi introiti. Solo 28 delle 321 società risultavano redditizie nel trimestre precedente. Molte erano in attività solo da pochi mesi: questo è particolarmente insolito dal momento che un'azienda più giovane che diventa pubblica deve affrontare un *underpricing* più elevato rispetto a una più vecchia, semplicemente perché c'è una maggiore asimmetria informativa tra l'azienda e il mercato.

Secondo Schultz & Zaman<sup>51</sup> ci sono due spiegazioni comunemente offerte per questo comportamento insolito. Il primo è che i manager si sono affrettati a rendere pubbliche le loro società perché il mercato stava irrazionalmente sopravvalutando le azioni Internet. La seconda spiegazione è che le aziende si sono affrettate a conquistare quote di mercato in un settore in cui le economie di scala assicurano che solo poche aziende sopravviveranno in ciascuna nicchia.

Tuttavia il comportamento dei manager non porta prove alla tesi secondo cui il processo di offerta pubblica iniziale viene avviato per vendere azioni sopravvalutate.

---

<sup>49</sup> *Ibidem*.

<sup>50</sup> SCHULTZ P. H. ZAMAN M., *Do the individuals closest to Internet firms believe they are overvalued?*, in *Journal of Financial Economics*, 59, 2001, pp. 347–381.

<sup>51</sup> *Ibidem*.

Sarebbe più ragionevole per loro vendere una grossa quota delle loro azioni e raccogliere quanto più capitale possibile, se pensassero che le azioni fossero sopravvalutate al momento dell'IPO. Tuttavia, gli addetti ai lavori vendono pochissime azioni e questa scoperta è coerente con gli addetti ai lavori che ritengono che le azioni Internet abbiano un prezzo equo.

Al contrario, c'è una prova più forte che i manager abbiano reso pubbliche le società Internet per acquisire quote di mercato. Difatti, l'IPO può dare a un'azienda Internet un vantaggio decisivo rispetto ai potenziali entranti: in primo luogo perché può essere in grado di far pagare di più, e in secondo luogo perché con quote di mercato più elevate aumentano le economie di scala e quindi i costi sostenuti sono inferiori rispetto a quelli dei potenziali concorrenti.

In conclusione, dallo studio condotto da Schultz & Zaman<sup>52</sup> emerge che nell'industria con elevate economie di scala in cui il *first mover* ha un forte vantaggio le imprese possono trarre vantaggio dalle IPO poiché possono aumentare di dimensioni e ampliare la propria quota di mercato molto velocemente.

#### 2.2.7 GUADAGNARE QUOTE DI MERCATO E SVANTAGGI PER I CONCORRENTI

Gli effetti competitivi delle IPO hanno implicazioni importanti non solo per le società emittenti, ma anche per i concorrenti del settore e gli investitori. Le società quotate in borsa esistenti rappresentano il 97,5% della capitalizzazione di mercato totale post-IPO, mentre le società IPO comprendono solo il 2,5%. Questo è il motivo per cui è importante che gli investitori sappiano in che modo un'IPO influisce sull'andamento operativo e sul mercato azionario delle aziende pubbliche esistenti. Di conseguenza, le aziende che competono con un'azienda che sta avviando un processo di IPO devono capire come questo può influenzare l'ambiente competitivo e devono preparare reazioni strategiche.

---

<sup>52</sup> *Ibidem.*

Al riguardo alcuni studiosi<sup>53</sup> hanno cercato di misurare la performance delle imprese già pubbliche in periodi di IPO. Infatti, se le imprese IPO possono competere con successo contro i concorrenti quotati in borsa, ci si aspetta una riduzione della performance delle imprese già quotate. Tenuto conto di ciò, gli studiosi volevano verificare se i prezzi delle azioni delle aziende concorrenti fossero in grado di reagire innanzi ad una grande IPO nel loro settore<sup>54</sup>. Quando un'IPO viene annunciata e registrata qualche tempo prima del previsto giorno di negoziazione, emerge una sostanziale incertezza sul fatto che l'IPO stessa sarà effettivamente completata.

L'annuncio dell'IPO e il suo successivo completamento o ritiro dovrebbero quindi avere un impatto sul rendimento delle azioni dei rivali. Tenuto conto di ciò, gli autori hanno innanzitutto analizzato se il completamento di un'IPO possa o meno avere un effetto negativo sul prezzo delle imprese rivali pubbliche<sup>55</sup>, successivamente hanno verificato se il ritiro di un'IPO possa avere un impatto positivo sui prezzi; particolare attenzione è stata posta anche alla fase iniziale dell'IPO, analizzando se il prezzo iniziale depositato ha un impatto negativo sulle imprese pubbliche nello stesso settore<sup>56</sup>. Inoltre, è stato testato se la performance operativa delle aziende esistenti si deteriora dopo l'IPO. Infine, hanno testato le reazioni diverse dal prezzo, verificando se la leva finanziaria, la certificazione e la conoscenza sono determinanti significative della variazione trasversale nella performance aziendale intorno alle IPO e quindi se sono determinanti significative nella capacità di sopravvivenza dell'impresa. Ad esempio, i concorrenti con una leva finanziaria bassa possono essere più flessibili nei loro investimenti per competere con le società emittenti recentemente ricapitalizzate, i concorrenti con una migliore certificazione da parte delle banche di investimento

---

<sup>53</sup> HSU H., REED A., ROCHOLL J., *The New Game in Town: Competitive Effects of IPOs*, in *The Journal of Finance*, 65, 2010, pp. 495-528.

<sup>54</sup> *Ibidem*.

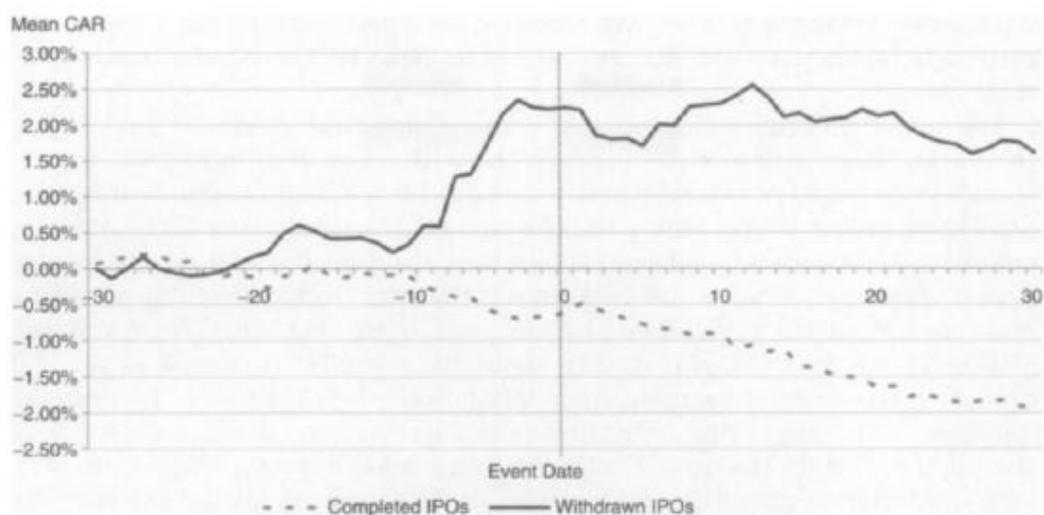
<sup>55</sup> *Ibidem*.

<sup>56</sup> *Ibidem*.

possono ottenere risultati migliori rispetto alle società emittenti certificate di recente e gli operatori con più capitale di conoscenza possono ottenere risultati migliori rispetto ai nuovi entranti con vantaggi non finanziari.

Per testare la prima e la seconda ipotesi, riguardanti le variazioni del prezzo delle azioni delle imprese rivali pubbliche al completamento dell'IPO, gli autori hanno analizzato i rendimenti delle azioni degli operatori storici del settore alla data di completamento o alla data di recesso dei concorrenti dell'IPO. Ne è risultato che mentre i rendimenti anomali cumulativi sono molto simili fino a 20 giorni prima dell'evento IPO, in caso di recesso iniziano a diventare leggermente positivi nei successivi 10 giorni e si avvicinano allo zero nelle IPO completate<sup>57</sup>. Dopo il decimo giorno sorge una differenza importante che diventa completamente opposta in caso di ritiro o completamento: nel primo caso emerge una reazione significativamente positiva che si protrae per un periodo di tempo considerevole, mentre nel secondo caso la reazione è significativamente negativa. Ciò suggerisce che il mercato percepisce le IPO come una cattiva notizia per i concorrenti del settore (fig. 1).

Figura 1 - Rendimenti anomali dell'azienda incumbent intorno alle IPO completate e ritirate



Fonte: HSU H., REED A., ROCHOLL J., *The New Game in Town: Competitive Effects of IPOs*, in *The Journal of Finance*, 65, 2010.

<sup>57</sup> *Ibidem*.

Pertanto, si prevede di acquisire evidenze negative anche in merito all'andamento operativo degli incumbent. Hsu et al.<sup>58</sup> hanno rilevato che la performance operativa degli incumbent è significativamente inferiore dopo l'IPO: in primo luogo guadagnano meno sugli asset esistenti, infatti il ROA diminuisce in modo significativo; in secondo luogo le imprese investono meno, quindi anche la crescita degli asset diminuisce in modo significativo; e la leva finanziaria aumenta, quindi sia il rapporto di copertura degli interessi che il rapporto di leva finanziaria peggiorano. I risultati sono evidenziati nella fig. 2, dove si riportano le statistiche univariate per 9494 imprese incumbent prima e dopo un evento IPO (Pannello A) e prima e dopo un evento di recesso (Pannello B).

Figura 2 - *Rapporti delle imprese incumbent*

Period	ROA1	ROA2	Sales Growth	Asset Growth	Interest Coverage Ratio	Leverage Ratio	K-Z Financial Constraint Index
<b>Panel A: Performance Measures for All Firms</b>							
Four-year average before the IPO	3.18%	11.61%	14.01%	18.02%	2.92	0.12	-1.21
Four-year average after the IPO	0.73%	8.87%	10.76%	9.59%	2.04	0.13	-0.55
Wilcoxon test significance	***	***	***	***	***	***	***
<b>Panel B: Comparisons of Performance Measures between Surviving and Nonsurviving Firms</b>							
<b>Surviving Firms</b>							
Four-year average before the IPO	4.17%	12.90%	13.07%	16.10%	3.60	0.12	-1.42
Four-year average after the IPO	2.28%	10.56%	11.27%	11.13%	2.91	0.12	-0.94
Wilcoxon test significance	***	***	***	***	***	***	***
<b>Nonsurviving Firms</b>							
Four-year average before the IPO	-7.21%	0.10%	22.42%	34.04%	-0.87	0.10	-0.19
Four-year average after the IPO	-22.44%	-8.43%	6.96%	-2.32%	-3.65	0.18	1.43
Wilcoxon test significance	***	***	***	***	***	***	***

Fonte: HSU H., REED A., ROCHOLL J., *The New Game in Town: Competitive Effects of IPOs*, in *The Journal of Finance*, 65, 2010.

<sup>58</sup> *Ibidem*.

Infine gli autori hanno analizzato se le differenze trasversali nella performance dell'incumbent del periodo IPO possano essere spiegate da tre fattori riconosciuti come influenzanti la performance dell'IPO, vale a dire la leva finanziaria, la certificazione e la conoscenza. È emerso che le aziende ottengono risultati migliori e hanno maggiori probabilità di sopravvivere se sono meno indebitate e quindi hanno maggiore flessibilità finanziaria, se la loro IPO è stata sottoscritta e quindi certificata da una banca di investimento di alto livello o da un *venture capitalist*. Inoltre, se spendono di più in ricerca e sviluppo e quindi possiedono un vantaggio competitivo attraverso l'accumulo di capitale di conoscenza, ottengono risultati migliori in caso di IPO dei concorrenti.

Per riassumere, la ricerca di Hsu et al.<sup>59</sup> suggerisce che le IPO hanno effetti competitivi su altre società che operano nello stesso settore. Questa ricerca si è rivelata utile per gli investitori, perché, con una nuova IPO, il rischio del settore cambia. È stato utile anche per le aziende incumbent, che hanno bisogno di capire come reagire ai cambiamenti competitivi indotti dalle nuove IPO. Ancora più importante, questa ricerca è stata significativa per l'azienda che ha bisogno di raccogliere nuovo capitale: l'IPO si è rivelato un metodo per raccogliere nuovo capitale che aumenta il vantaggio competitivo dell'azienda. Tale aspetto è stato spiegato con il miglioramento del rapporto debito/capitale proprio che generalmente deriva dalla nuova emissione<sup>60</sup>: se l'impresa IPO è meno indebitata rispetto ai concorrenti del settore, questa differenza dovrebbe essere un vantaggio per gli emittenti. In secondo luogo, le società emittenti hanno il vantaggio di essere recentemente certificate da banche di investimento: ciò aumenta la disponibilità degli investitori ad acquistare nuove emissioni rispetto ad azioni di altre società dello stesso settore<sup>61</sup>. In terzo luogo, i nuovi entranti possono

---

<sup>59</sup> *Ibidem.*

<sup>60</sup> *Ibidem.*

<sup>61</sup> *Ibidem.*

avere qualche vantaggio non finanziario rispetto ai concorrenti del settore e questo può rendere le società emittenti più attraenti per gli investitori. In effetti, le aziende di qualità superiore hanno maggiori probabilità di quotarsi in borsa rispetto a quelle di qualità inferiore<sup>62</sup>.

In un altro studio l'attenzione è stata posta non su emittenti, investitori o altre terze parti come enti governativi, ma sull'azienda stessa<sup>63</sup>. Gli autori si sono avvalsi di un campione di 60 IPO turche a partire dal 1993. Il risultato principale dello studio è che la quotazione in borsa sembra essere una buona opzione se un'impresa industriale ha bisogno di migliorare la propria quota di mercato relativa. Pertanto, fornisce anche supporto all'idea che un'IPO sia generalmente una cattiva notizia per i rivali. Infatti, in molti casi, i loro indici di performance e la loro redditività ne risentono negativamente e la loro quota di mercato diminuisce<sup>64</sup>. Ciò può essere spiegato nel modo seguente: diventando pubblica, l'azienda allenta i suoi vincoli finanziari e aumenta la possibilità di migliorare la quota di mercato.

---

<sup>62</sup> *Ibidem.*

<sup>63</sup> ERGINCAN Y., KIRAZ F., UYSAL O., *Why go public? An empirical analysis of IPO's competitive effect on Turkish firms*, in *International Journal of Commerce and Finance* 2, 2016, pp. 91–101.

<sup>64</sup> *Ibidem.*

CAPITOLO III  
I MECCANISMI PER LA DETERMINAZIONE DEL  
PREZZO DI EMISSIONE DI UNA IPO

### 3.1 ASPETTI DEL PROCESSO DI PRICING DELLE AZIONI DA QUOTARE

Scopo del presente paragrafo è analizzare il processo di pricing delle azioni che si intendono sottoporre a quotazione ed emesse da un'azienda che ancora non fa parte del mercato dei capitali.

Tale processo non può, in alcun modo, essere separato dal processo di valutazione dell'azienda, sebbene presenti proprie caratteristiche ed abbia diversi obiettivi.

Alcuni studiosi, al riguardo, hanno rilevato che la preliminare valutazione di un'azienda che intende dirigersi verso il processo di quotazione non costituisce “un processo differente dalla valutazione di una qualsiasi altra impresa”<sup>65</sup>; tale considerazione, tuttavia, sembra poter essere condivisa solo in parte. In primo luogo, infatti, occorre distinguere tra il processo di pricing dei titoli azionari ed il processo di valutazione d'azienda<sup>66</sup>. In merito, illustrando alcune definizioni di valore, un autorevole studioso<sup>67</sup> ha avuto modo di individuare anche il concetto di IPO, tenendolo ben distinto da quel concetto di valore *stand alone*<sup>68</sup> e da quello di “probabile prezzo di mercato”<sup>69</sup>.

Pertanto, il prezzo di una IPO soddisfa il bisogno di fornire una stima del livello di prezzo che, nell'ambito della quotazione di un'azienda, può essere richiesto. Tale prezzo, quindi, può essere considerato come funzione essenziale di quelle che sono le attese degli operatori inerenti alla capacità dell'azienda di riuscire a sviluppare i propri risultati. Ecco perché esso non può essere considerato come un valore *stand alone*,

---

<sup>65</sup> IBBOTSON R.G., RITTER J.R., *Initial public offerings*, in *Handbooks in operations research and management science*, 9, 1995, pp. 993-1016.

<sup>66</sup> GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2009; GUATRI L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.

<sup>67</sup> MASSARI M., *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 1998.

<sup>68</sup> *Ibidem*, pp. 183-185.

<sup>69</sup> *Ibidem*, p. 182.

tantomeno come al più probabile prezzo di mercato<sup>70</sup>. Inoltre, il prezzo di una IPO non può essere paragonato neanche ad un concetto di valore. Esso altro non è che quanto scaturisce da una valutazione compiuta dallo *sponsor* dell'operazione o dall'*advisor* preposto ad assistere l'impresa. Difatti, in un secondo momento, la stima viene modificata tramite alcuni contratti con gli investitori i quali garantiscono il collocamento dei titoli.

Premesso ciò, si può quindi sostenere che analizzare il prezzo di una IPO equivale ad un momento delicato e strettamente connesso al processo di negoziazione. Non a caso, infatti, nel momento in cui un prezzo viene fissato vengono in rilievo tantissimi soggetti ed occorre tener conto di tantissimi fattori e condizioni esterne<sup>71</sup> che, nella maggior parte dei casi, sfuggono al controllo della società quotanda, la quale, specialmente nei casi in cui si tratti di una piccola e media impresa, rischia di sottostare al pricing.

Il processo di pricing sotteso al processo di quotazione, dunque, altro non è che il risultato di realtà relative, sul quale incidono i soggetti coinvolti e l'obiettivo da essi prefissato, da raggiungere attraverso il processo valutativo<sup>72</sup>.

Prima di passare all'analisi di alcune metodologie che l'impresa può seguire per dirigersi verso la quotazione, si ritiene utile, anche per maggior completezza, focalizzare l'attenzione su alcune variabili e fattori che incidono significativamente sulla fissazione del prezzo di collocamento.

Come anticipato, gli elementi che concorrono ad influire sul pricing di una IPO sono molti, tra cui si possono citare i valori fondamentali dell'azienda quotanda, i giudizi qualitativi, l'utilizzo di una metodologia di valutazione piuttosto che un'altra; le

---

<sup>70</sup> *Ibidem*.

<sup>71</sup> PERRINI F., *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI. STAR, il nuovo segmento di Borsa, e il Nuovo Mercato*, Egea, Milano, 2000.

<sup>72</sup> PERRINI F., *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana. Evidenze empiriche delle PMI*, Egea, Milano, 1999.

ripercussioni sul mercato del titolo; l'eventuale comparsa del fenomeno *underpricing*; e così via.

Innanzitutto, è doveroso precisare che il prezzo di collocamento deve necessariamente essere tale da rispecchiare quella che è la situazione prospettica ed economica dell'impresa. Questa fase si riassume nella valutazione realizzata da parte dello sponsor e dal collocatore, il quale tiene in stretta considerazione anche eventuali giudizi qualitativi. Oltre a ciò, esso deve essere tale da adattarsi, in maniera dinamica, con i giudizi del mercato in merito alle potenziali società comparabili e alla congiuntura generale dei mercati finanziari.

Altro importante aspetto che concorre alla fissazione del prezzo di una IPO riguarda la necessità che lo stesso sia in grado di mediare gli interessi e le valutazioni del gruppo che controlla l'azienda, del consorzio di collocamento e degli investitori. In tal senso, infatti, si può ritenere che si tratti di un prezzo-valore negoziato tra più parti in gioco. Nella fissazione del prezzo di collocamento un altro elemento importante è rappresentato dai potenziali sottoscrittori investitori.

## 3.2 BOOK-BUILDING

La procedura più diffusa per la fissazione del pricing di una IPO è denominata di *book-building*, che si caratterizza in quanto offre la possibilità all'*underwriter* e all'emittente di prezzare, a propria discrezione, le azioni per poi procedere alla loro allocazione<sup>73</sup>.

In particolare, tale metodologia di *pricing* viene ampiamente impiegata per le IPO fondate su un accordo tra banca d'investimento ed emittente ("*firm commitment*" o "*bought deal*"), tramite cui l'*investment bank* è investito della responsabilità di procedere alla sottoscrizione di tutte le azioni. Per cui il principale rischio che potrebbe palesarsi riguarda il fatto di restare con azioni invendute in portafoglio.

Dunque, l'IPO fondata su *firm commitment* senza dubbio è rischiosa, tuttavia rappresenta la forma che più delle altre attribuisce un ampio grado di autonomia di *pricing* all'*underwriter* e, quindi, un potenziale profitto particolarmente elevato.

Tale profitto può essere considerato come equivalente allo *spread*, inteso quale differenza tra prezzo di acquisto dei titoli che l'emittente ha sostenuto ed il prezzo di vendita sul mercato nel corso del primo giorno delle negoziazioni; a ciò occorre aggiungere le diverse commissioni da conferire al consorzio di collocamento in virtù del rischio da questo assunto, vale a dire la possibilità di restare con azioni invendute in portafoglio, nonché per il servizio di consulenza fornito.

L'*Underwriting Fee* rappresenta la commissione attraverso la quale viene remunerato il rischio di coloro che fanno parte del consorzio di collocamento di acquistare, in proprio, i titoli invenduti alla fine del periodo di offerta<sup>74</sup>. Seguono poi le commissioni erogate per l'attività di organizzazione e consulenza. In particolare, esse sono<sup>75</sup>: la

---

<sup>73</sup> SHERMAN A.E., *IPOs and long-term relationships: an advantage of book building*, in *The Review of Financial Studies*, 13.3, 2000, pp. 697-714.

<sup>74</sup> CHEN C., WANG X., *The impact of the reputation of underwriter and sponsoring representative on IPO underwriting fees*, in *China Finance Review International*, 6.4, 2016, pp. 342-366.

<sup>75</sup> TORSTILA S., *The distribution of fees within the IPO syndicate*, in *Financial Management*, 2001, pp. 25-43.

*Management Fee*, la quale viene suddivisa tra i *co-lead managers* e si sostiene per remunerare l'attività di direzione e organizzazione del consorzio; quest'ultima è denominata *Praecipium Fee* per la quota spettante al *Lead Manager*<sup>76</sup>; la *Selling Fee*, invece, risulta essere strettamente connessa alla quantità di azioni che ciascun membro del consorzio vende effettivamente al mercato, per cui viene pagata per il servizio del consorzio di mettere a disposizione del collocamento la propria rete di vendita per il collocamento.

In linea generale, si può affermare che in tale tipologia di offerta, l'*underwriter* assume la veste di venditore che assolve anche alla funzione di intermediario.

Il *book-building* trova concretezza durante la fase di *road show*, durante cui l'*underwriter* viene a conoscenza dell'interesse dei possibili investitori tramite, appunto, le loro manifestazioni d'interesse; solitamente, in queste ultime, viene indicato l'importo massimo disposti a pagare per uno specifico numero di azioni. Dal momento che non sono previsti limiti rispetto alla manifestazione d'interesse, gli investitori sono completamente liberi di effettuare le loro valutazioni ipotetiche e la banca d'investimento può ottenere informazioni veritiere dalle controparti, abbozzando così una curva della domanda.

Il processo di *book-building* è continuo ed il successo dello stesso dipende sia dalla capacità dell'*underwriter* di effettuare un'analisi dettagliata rispetto all'effettiva disponibilità del mercato a pagare che dalla sua abilità nel mantenere un grado elevato di interesse da parte degli investitori a mano a mano che si avvicina l'IPO.

Sotto un profilo meramente teorico, il metodo in oggetto è considerato come il più efficiente.

In primo luogo, in quanto l'attività di raccolta delle informazioni esercitata dalla banca d'investimento consente, in maniera indiretta, la creazione di una curva di domanda su cui ci si potrà basare ai fini della determinazione del prezzo di offerta.

---

<sup>76</sup> *Ibidem*.

Le informazioni che vengono fornite dagli investitori non sono vincolanti e proprio per tale ragione sono incentivati ad essere quanto più possibile onesti. Tale aspetto, di conseguenza, comporta un'importante riduzione di asimmetrie informative, che, come noto, costituiscono uno dei principali problemi, nonché il più ricorrente, nel momento in cui si parla di efficienza delle IPO.

In virtù di ciò, il prezzo di emissione si basa soprattutto sulle informazioni a disposizione<sup>77</sup>.

In secondo luogo, la letteratura in materia riconosce ampiamente l'efficienza del metodo del *book-building* in quanto si ritiene che con esso l'*underwriter* può implementare specifiche tecniche di *pricing* che permettono di ottenere una massimizzazione dei proventi auspicati<sup>78</sup>.

In particolare, tra i primi studiosi ad indagare sul metodo *book-building* come possibile meccanismo ottimale figurano Benveniste e Spindt<sup>79</sup>, basandosi sul presupposto per il quale l'emittente è la figura che più delle altre è a conoscenza dell'effettivo valore della propria azienda; come si può intuire, egli non lo comunicherà alla banca d'investimento, per cui, quest'ultima non è a conoscenza del reale valore dell'azienda, tuttavia ha la possibilità di presupporlo attraverso una *valuation analysis*, sebbene, nella maggior parte dei casi, farà affidamento su quanto gli investitori sono disposti a pagare.

Gli investitori cui si fa riferimento sono istituzionali, dunque ben informati e attenti ad analizzare dettagliatamente il caso aziendale in quanto intendono acquistare importanti pacchetti azionari.

A tal proposito, però, viene in rilievo una questione problematica. Gli investitori istituzionali, infatti, in tale situazione, godono di un importante vantaggio, poiché

---

<sup>77</sup> CORNELLI F., GOLDREICH D., *Bookbuilding: How Informative Is the Order Book?*, in *The Journal of Finance* Vol. 58, 2003.

<sup>78</sup> BENVENISTE L. M., SPINDT P. A., *How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, Issue 2, 1989, pp. 343-361.

<sup>79</sup> *Ibidem*.

sanno che la banca d'investimento che avrà il compito di decidere il prezzo, lo farà proprio sulla base delle loro affermazioni. Pertanto, saranno potrebbero mentire al ribasso: tale comportamento, in genere, viene compiuto in quanto sperano di partecipare ad una IPO *underpriced*, così da pagare poco un titolo che dopo l'emissione avrà un valore molto più elevato.

Dal canto suo, invece, l'obiettivo della banca d'investimento è quello di ottenere informazioni veritiere; per fare ciò tenderà a sfavorire coloro che si mostrano propensi a pagare di meno, attribuendogli il quantitativo minimo di azioni, vale a dire ciò che resta dopo aver dato la precedenza a coloro disposti a pagare un prezzo più alto. Essendo consapevoli del fatto che l'*underwriter* adotterà tale strategia di allocazione, tutti gli investitori tenderanno a non mentire sul massimo prezzo per cui sarà disposto a comprare le azioni, in modo tale da scongiurare il rischio di trovarsi con un quantitativo inferiore rispetto a quanto richiesto, o, nel peggiore dei casi, nullo.

Ciò in quanto mirare al ribasso, se da un lato, comporta una maggiore probabilità di far sì che il prezzo di offerta si riduca, e quindi la possibilità di comprare azioni "sottocosto", dall'altro lato, laddove le stesse non fossero sufficienti, comporta la possibilità di far sì che il profitto totale risulti superiore rispetto a quello ottenibile con un maggior pacchetto azionario: di conseguenza, per cercare di ottenere la quantità di azioni richiesta conviene essere onesti<sup>80</sup>.

Tale tecnica di allocazione dell'*underwriter* permette di eliminare l'asimmetria informativa tra le parti. La principale conseguenza di ciò è duplice: massimizzazione dei proventi attesi e minimizzazione dell'*undepricing*.

Tali considerazioni furono riprese verso la fine degli anni Novanta<sup>81</sup>, quando l'attenzione fu focalizzata sulla possibilità per gli *underwriters* di modificare al ribasso, o al rialzo, il prezzo d'offerta sino a poco prima dell'IPO, individuando in tale

---

<sup>80</sup> *Ibidem*.

<sup>81</sup> BENVENISTE L. M., BUSABA W. Y., *Bookbuilding Versus Fixed-price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing Ipos*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No. 4, 1997.

fattore il punto chiave per poter comprendere appieno la minimizzazione dell'*underpricing* quale conseguenza alla strategia di allocazione azionaria.

Analogamente, nel 2002, alcuni studiosi<sup>82</sup> si soffermarono sull'analisi del potere degli *underwriters* di discriminare, nell'ambito del processo di allocazione delle azioni, gli investitori.

Ulteriori studi condotti al riguardo analizzarono la situazione sotto il profilo etico. In particolare, Maynard<sup>83</sup> condannò la pratica di *spinning*, vale a dire la pratica per la quale l'*underwriter* alloca pacchetti di IPO *underpriced* all'alto management di importanti aziende non quotate, al fine di ottenere, in prospettiva futura, mandati di IPO per i processi di quotazione<sup>84</sup>.

Un'ulteriore pratica illecita connessa all'utilizzo del *book-building* è quella del *laddering*, per la quale gli *underwriters* allocano titoli ad investitori istituzionali solo nel caso in cui gli stessi fossero disposti ad acquistare azioni aggiuntive ad un prezzo più alto nell'*aftermarket*<sup>85</sup>. Si tratta di una pratica nociva per tutto il mercato, in quanto è considerata come una forma di manipolazione dello stesso. Inoltre, pone le banche di investimento in una posizione di controllo assoluto, creando favoritismi verso alcuni investitori istituzionali.

---

<sup>82</sup> BIAIS B., FAUGERON-CROUZET A. M., *IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet*, in *Journal of Financial Intermediation* Vol. 11 Issue 1, 2002.

<sup>83</sup> MAYNARD T. H., *Spinning in a Hot IPO -- Breach of Fiduciary Duty or Business as Usual?*, in *William & Mary Law Review*, 2002.

<sup>84</sup> CHINCARINI L., ETZKOWITZ A., KADISH J., *The effects of laddering and spinning in underwriter manipulation of IPOs*, in *Michigan Journal of Business*, 5.2, 2012.

<sup>85</sup> HAO Q., *Laddering in initial public offerings*, in *Journal of Financial Economics*, 85.1, 2007, pp. 102-122; CHINCARINI L., ETZKOWITZ A., KADISH J., *The effects of laddering and spinning in underwriter manipulation of IPOs*, cit.

### 3.3 FIXED-PRICE

Altra modalità di fissazione del prezzo è quella denominata *fixed-price*, la quale, come si può intuire, si caratterizza in quanto il prezzo è fisso, vale a dire viene fissato prima del perfezionamento dell'IPO; dunque, con tale modalità, gli investitori sono a conoscenza del prezzo di emissione in un momento antecedente rispetto al primo giorno di contrattazione dei titoli, dal momento che figura già nel prospetto informativo.

Si tratta di una metodologia che, sotto il profilo storico, ha trovato ampio impiego negli Stati le cui legislazioni favoriscono la supremazia di tale metodologia di *pricing*, o, in quelle che proibivano le altre procedure<sup>86</sup>.

Tale modalità di *pricing*, a differenza della precedente, viene usata per le IPO *best-efforts commitment*<sup>87</sup>.

Adottando il metodo *fixed-price*, l'*underwriter* non incorre nel rischio di restare con azioni invendute in portafoglio, bensì egli si impegna a fare quanto più possibile per vendere le azioni. Dunque, egli si limita semplicemente a promettere il maggior impegno nell'operazione. Dal momento che si tratta di un'operazione meno rischiosa di quella prevista per le IPO *firm commitment*, la remunerazione dell'*underwriter* è inferiore e scaturisce da una tariffa fissa riguardante la consulenza apportata (*Flat Fee*)<sup>88</sup>.

Dal momento che, come anticipato, la fissazione del prezzo avviene in un momento precedente l'IPO, l'*underwriter* non riveste un ruolo attivo nella vendita azionaria e gode di un grado di discrezionalità limitato all'allocazione delle stesse. Pertanto, si

---

<sup>86</sup> FERRARO O., *Le Ipo: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative*, Angeli, Milano, 2021.

<sup>87</sup> CUMMING D., JOHAN S., *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford University Press, Oxford, 2018, p. 164.

<sup>88</sup> LYANDRES E.; FANGJIAN F.U., ERICA L.I., *Do underwriters compete in IPO pricing?*, in *management Science*, 64.2, 2018, pp. 925-954.

può ritenere che la sua funzione è limitata essenzialmente alla fase preliminare dell'IPO; al contrario, nella fase cruciale dell'operazione, rivestirà una funzione finalizzata a monitorare e controllare.

Nel corso della fase preliminare, dunque l'accettazione dei preordini, l'*underwriter* è tenuto a trattarli con equità, indipendentemente da sé gli stessi derivino da un investitore istituzionale o retail. Un'unica eccezione a ciò riguarda la dimensione dell'ordine: difatti, si tenderà a favorire gli ordini di pacchetti azionari più piccoli, dunque quelli scaturenti dagli investitori retail.

Non è raro imbattersi in casi in cui la modalità *fixed-price* coesista con quella del *book-building*<sup>89</sup>, poiché tali metodologie, tra loro combinate, risultano la soluzione più efficiente per la soddisfazione di tutti gli investitori.

Sotto il profilo teorico, per comprendere il grado di efficienza del metodo *fixed-price* occorre tener conto di due conseguenze dirette che spesso si verificano. Nello specifico, tali conseguenze si palesano nel momento in cui vengono sottoscritti i titoli emessi che, come noto, rappresenta il clou del processo di IPO e nell'ambito del quale un ruolo fondamentale è rivestito proprio dalle informazioni.

Tuttavia, bisogna precisare che le conseguenze cui si fa riferimento riguardano un concetto di inefficienza di mercato.

Premesso ciò, la prima conseguenza è l'innescarsi del fenomeno "*herding*", ossia una tipo di comportamento assunto dagli investitori in situazioni che riguardano novità di mercato<sup>90</sup>, positiva o negativa che sia. Il fenomeno equivale al cosiddetto "effetto gregge" che si realizza nel momento in cui una pluralità di investitori fonda le proprie decisioni sulla base di emozioni e dal comportamento altrui, appunto dal gregge.

Quando una IPO *fixed-price* viene sottoscritta, si è in presenza di un'importante quantità di informazioni, la quale viene in rilievo solamente in quel momento, vale a

---

<sup>89</sup> BUSABA W.Y., CHANG C., *Bookbuilding vs. fixed price revisited: The effect of aftermarket trading*, in *Journal of Corporate Finance*, 16.3, 2010, pp. 370-381.

<sup>90</sup> DEGHANI P., ZAM ZAM SAPIAN R., *Sectoral herding behavior in the aftermarket of Malaysian IPOs*, in *Venture Capital*, 16.3, 2014, pp. 227-246.

dire quando gli investitori mostrano il proprio interesse o meno per l'IPO. Dunque, essi tengono conto dei *rumors* di quel momento. A differenza di quanto avviene per il *book-building*, che consiste in una procedura dinamica, quella *fixed-price* è statica, dunque si è in presenza di un prezzo fissato già da tempo che si viene a conoscere solo nel momento in cui avverrà la sottoscrizione.<sup>91</sup>

La seconda conseguenza cui si fa riferimento è rappresentata dall'emergere del fenomeno *winner's curse* (maledizione del vincitore)<sup>92</sup>. Tenendo sempre in stretta considerazione l'asimmetria informativa tra le varie categorie di investitori, quelli istituzionali, che risultano essere i più informati, tendono ad evitare le IPO *overpriced* e partecipano a quelle *underpriced*. Gli investitori meno informati, invece, tendono a partecipare a tutte le offerte; pertanto, essi risultano orientati, seppur in maniera inconsapevole, ad allocarsi azioni di emittenti che sovrapprezzano l'emissione, in quanto in quelle *underpriced* dovranno far fronte ad un grado concorrenziale maggiore.

Dunque, si può sostenere che, sotto il profilo statistico, gli investitori che non hanno in possesso le giuste informazioni molto probabilmente perderanno ingenti somme di denaro dagli investimenti effettuati nelle emissioni azionari: si parla in tal caso di *winner's curse* in quanto si ha la possibilità di accaparrarsi dei pacchetti azionari di prima emissione.

Tale "maledizione" può essere minimizzata laddove si adottasse la procedura di *book-building*<sup>93</sup>. Difatti, con quest'ultima è possibile aggiustare via via il prezzo finale, a seconda delle informazioni rivelate indirettamente dagli investitori che propongono le offerte e, quindi, quasi certamente le stesse non riflettano per niente la disponibilità

---

<sup>91</sup> LOW S.W., YONG O., *Explaining over-subscription in fixed-price IPOs—Evidence from the Malaysian stock market*, in *Emerging Markets Review*, 12.3, 2011, pp. 205-216.

<sup>92</sup> BOELEN M., HÜBNER G., *Generalizing the winner's curse hypothesis: The case of the Belgian IPO market*, in Gregoriou G.N., *Initial Public Offerings: an international perspective*, Butterworth-Heinemann, Oxford, 2006, pp. 141-158.

<sup>93</sup> BIAIS B., FAUGERON-CROUZET A.M., *IPO auctions: English, Dutch, ... French, and internet*, in *Journal of Financial Intermediation*, 11.1, 2002, pp. 9-36.

del mercato ad erogare somme di denaro per quell'emissione; pertanto, risulta meno probabile che l'IPO sia *overpriced*.

Proprio in virtù di tale aspetto, gli investitori meno informati non si preoccupano particolarmente di incorrere nella *winner's curse*, dal momento che è improbabile che, ricevendo delle azioni, le stesse facciano parte di una IPO *sovraprezzata*. Invece, per quanto riguarda la metodologia *fixed-price*, che si caratterizza proprio per la fissazione del prezzo in un momento antecedente alla presa di coscienza della disponibilità a pagare del mercato, risulta molto più elevata la probabilità di un'emissione *overpriced*, ed è proprio in simili circostanze che si palesa la *winner's curse* ai danni dei meno informati<sup>94</sup>.

---

<sup>94</sup> BENVENISTE L.M., BUSABA W.Y., *Bookbuilding vs. fixed price: An analysis of competing strategies for marketing IPOs*, in *Journal of Financial and quantitative analysis*, 32.4, 1997, pp. 383-403.

### 3.4 AUCTION

La terza metodologia sottesa al processo IPO è rappresentata dal meccanismo *auction*<sup>95</sup>, che consiste in un'asta. Ad oggi, è la tipologia meno diffusa e, sebbene in passato sia stata adottata da più di venti Paesi nel mondo, non ha riscosso particolare successo. Tra le diverse metodologie, il meccanismo *auction* spicca in quanto attribuisce un minor grado di controllo sull'output finale, sia relativamente agli *underwriters* che all'emittente.

Il ruolo rivestito dall'*underwriter* nell'ambito della determinazione del prezzo è perlopiù passivo, dal momento che sono gli investitori a decidere. Non a caso, il principale tratto caratteristico di una *auction*, presente in tutte le tipologie di aste che possono configurarsi nell'ambito di un processo IPO, è costituito dall'anonimato degli ordini e dal fatto che questi ultimi si compongono di prezzo e di una quantità che un investitore è disposto a pagare per quella determinata impresa. In virtù di ciò, tale meccanismo risulta essere il più democratico.

Il sistema d'asta rappresenta senza dubbio uno dei più efficienti meccanismi di definizione del prezzo di un bene, tuttavia nell'ambito di una IPO perde buona parte di tale efficienza.

Non si può negare che si tratta del metodo più equo, in quanto lascia totale discrezionalità agli investitori nel definire il prezzo. Tuttavia, una buona parte della letteratura al riguardo ritiene che ciò non sempre corrisponde ad equità: difatti, non sempre gli investitori determinano il prezzo esatto, anzi il più delle volte lo stesso è determinato dall'emittente e dalle banche di investimento in quanto sono in possesso di informazioni più veritiere e dettagliate<sup>96</sup>.

---

<sup>95</sup> KANDEL S., SARIG O., WOHL A., *The demand for stocks: An analysis of IPO auctions*, in *The Review of Financial Studies*, 12.2, 1999, pp. 227-247; WILHELM J.R., WILLIAM J., *Bookbuilding, Auctions, and the Future of the IPO Process*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 17.1, 2005, pp. 55-66.

<sup>96</sup> LIN J.C., LEE Y.T., LIU Y.J., *IPO auctions and private information*, in *Journal of Banking & Finance*, 31.5, 2007, pp. 1483-1500.

Proprio tale aspetto potrebbe essere considerato come la principale ragione per la quale, con il passare del tempo, tale metodo si è rivelato “fallimentare”<sup>97</sup>.

Analizzando in maniera più dettagliata il sistema d’asta per le IPO è necessario identificare le principali tipologie. Le principali sono la *uniform price auction* e la *discriminatory price auction*<sup>98</sup>.

Per quanto concerne la prima essa si contraddistingue in quanto tutti gli offerenti pagano il medesimo prezzo per azione. Tale prezzo viene determinato attraverso un’offerta fissa, a sua volta, derivante dalla curva di domanda generata dall’aggregazione cumulativa degli ordini; il prezzo d’emissione di riferimento è quello dell’investitore che si aggiudica le azioni offrendo il prezzo più basso<sup>99</sup>. Dunque, tale investitore è l’ultimo a ricevere l’allocazione dell’ultima azione a disposizione.

Invece, per quanto riguarda la seconda tipologia di *auction*, essa si diverge dalla prima in quanto ciascun investitore paga quanto offre. Pertanto, gli ordini vengono soddisfatti in modo integrale, partendo da quello con prezzo più alto, e proseguendo man mano verso quelli con prezzi d’offerta più bassi sino a quanto le azioni a disposizione non si esauriscono<sup>100</sup>.

Da tali principali tipologie di *auction* ne scaturiscono altre. Ad esempio, vi sono le *auctions* ibride le quali altro non sono che una combinazione tra il sistema d’asta ed il metodo *fixed-price*.

---

<sup>97</sup> SHERMAN A.E., JAGANNATHAN R., *Why Do IPO Auctions Fail?*, 2006, consultabile sul sito internet <https://ssrn.com/abstract=874344>

<sup>98</sup> BEIERLEIN J., KATO H. K., *IPO mechanisms: A comparison of book-building, discriminatory price auctions and uniform price auctions*, in Choi J., *The Japanese Finance: Corporate Finance and Capital Markets in Changing Japan*, Emerald Group Publishing Limited, London, 2003, pp. 135-152.

<sup>99</sup> ZHANG P., *Uniform price auctions and fixed price offerings in IPOs: an experimental comparison*, in *Experimental Economics*, 12, 2009, pp. 202-219.

<sup>100</sup> BENNOURI M., FALCONIERI S., *The optimal design of IPOs: price vs quantity discrimination*, in *SSRN 491002*, 2004.

Altri sistemi, invece, attribuiscono all'*underwriter* una lieve discrezionalità nella definizione del prezzo, mirando alla neutralizzazione delle inefficienze attraverso l'adozione di alcune qualità del *book-building*.

Focalizzando l'attenzione sulle *auctions* tradizionali, bisogna sottolineare che ciascuna di esse è associata alla possibilità di incorrere nel fenomeno dell'*underpricing*, in quanto non risulta intenzionale, dal momento che l'*underwriter* gioca, come anticipato, un ruolo passivo.

La *discriminatory price auction*, in letteratura, viene considerata come la tipologia soggetta ad un maggior *underpricing* e la ragione di ciò deve essere individuata nel concetto, descritto nel precedente paragrafo, della *winner's curse*<sup>101</sup>. In questa tipologia di asta, infatti, l'investitore non informato si preoccupa di pagare l'offerta più del dovuto l'offerta: la principale conseguenza di ciò è che si cerca di offrire un prezzo più basso rispetto a quello scaturente dalla valutazione aziendale.

Tale logica non esiste invece nell'*uniform price auction*, in quanto il prezzo d'offerta risulterà pari a quello dell'ultima offerta vincente, vale a dire quella con il prezzo più basso. Dunque in tal caso non sussiste la paura che un'azione possa essere sovrapagata laddove si offrisse un prezzo che riflette la propria valutazione. L'incentivo all'onestà, in questo caso, riguarda proprio il fatto che si paga esattamente quanto comunicato nell'offerta, o comunque un prezzo inferiore rispetto a quanto si era disposti a pagare. In virtù dei vantaggi e degli svantaggi di tale metodologia, occorre porre in rilievo che, sebbene quello delle *auctions* costituisca il meccanismo più equo per una IPO, molto spesso non è il più efficiente.

In particolare, focalizzando l'attenzione sulle *uniform auctions*, emerge che se da un lato tutti gli investitori sono incentivati ad essere onesti, dall'altro lato è possibile che si realizzi un meccanismo nel quale un offerente offra più di quanto pensi che sia l'effettiva valutazione dell'impresa, dal momento che in tal modo aumentano le

---

<sup>101</sup> GOLDREICH D., *Underpricing in discriminatory and uniform-price treasury auctions*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42.2, 2007, pp. 443-466.

probabilità che la propria offerta venga soddisfatta e che per la stessa pagherà, in ogni caso, un prezzo inferiore rispetto a quello dichiarato.

Anche sotto il profilo della produzione di informazioni, le aste non hanno ottenuto enorme fervore. Difatti, comparandole con il sistema *book-building*, si evince che quest'ultimo si rivela più efficiente dal momento che non vi sono problemi di *free-riders*. I *free-riders* sono particolarmente dannosi per ciò che riguarda la purezza delle informazioni in quanto solitamente tendono a distorcere l'affidabilità della popolazione<sup>102</sup>.

Tra l'altro, sempre relativamente alla condivisione di informazioni, attraverso il metodo *book-building* è possibile ottenere, nella fase di *road show*, una maggiore diffusione di informazioni private dell'impresa, per cui gli investitori vengono a conoscenza di quella che è l'effettiva situazione della stessa. Ciò non accade in una IPO su base d'asta.

Due importanti studi<sup>103</sup> effettuati al riguardo hanno analizzato l'esistenza di *underpricing* nelle *auctions* causato proprio dall'inefficienza della diffusione delle informazioni. Gli autori di entrambi gli studi, dopo aver riscontrato un ritorno iniziale delle IPO nel periodo considerato, cercarono di offrire spiegazioni in merito allo stesso, ipotizzando che la causa di tutto dovesse essere individuata nell'elasticità della domanda: in tal senso, un elevato grado di elasticità della domanda, vale a dire una popolazione di ordini con elevata omogeneità e bassa incertezza, implica un *underpricing* consistente.

In particolare, Kandel, Sarig e Wohl<sup>104</sup> precisarono che, inizialmente, la visione degli investitori sul *fair value* dell'impresa è eterogenea e che tale grado di insicurezza si

---

<sup>102</sup> SHERMAN A.E., *Global trends in IPO methods: Book building versus auctions with endogenous entry*, in *Journal of Financial Economics*, 78.3, 2005, pp. 615-649.

<sup>103</sup> KANDEL S., SARIG O., WOHL A., *The Demand for Stocks: An Analysis of IPO auctions*, in *The Review of Financial Studies* Vol. 12, No. 2, 1999; LIN J.C., LEE Y.T., LIU Y.J., *Why have auctions been losing market shares to bookbuilding in IPO markets?*, in *SSRN 410183*, 2003.

<sup>104</sup> KANDEL S., SARIG O., WOHL A., *The Demand for Stocks: An Analysis of IPO auctions*, cit.

traduceva in una correzione del prezzo al rialzo, la quale, seppur in maniera indiretta, comportava una riduzione della disomogeneità della popolazione degli ordini. Lo studio in virtù di ciò ha dimostrato una forte correlazione positiva tra ritorno iniziale (*undepricing*) ed elasticità della domanda<sup>105</sup>. Analoga correlazione trovò poi conferma anche nell'altro studio<sup>106</sup>.

Pertanto, è sempre il *book-building* a risultare il miglior metodo, poiché in grado di raggiungere un grado di efficienza maggiore; efficienza che viene definita sulla base dell'accezione di prezzo che massimizza i proventi e di metodo da cui deriva una fonte di informazioni più genuina.

Le informazioni, infatti, rappresenta un elemento indispensabile per stimare correttamente il *fair value* dell'impresa che intende avviare il processo di quotazione, nonché sono necessarie per una buona performance dell'impresa sulla *long run*, la quale è strettamente connessa alla concezione del mercato nel periodo pre-IPO che dovrebbe, poi, trovare consolidamento nel periodo post-IPO.

---

<sup>105</sup> *Ibidem*.

<sup>106</sup> LIN J.C., LEE Y.T., LIU Y.J., *Why have auctions been losing market shares to bookbuilding in IPO markets?*, cit.

### 3.5 UNDERPRICING

Il fenomeno che si verifica, nell'ambito delle operazioni IPO e OPV, quando il prezzo di collocamento delle azioni risulta inferiore rispetto a quello di mercato dei titoli nel primo giorno di quotazione prende il nome di *underpricing*<sup>107</sup>.

L'espressione "prezzo di collocamento" indica il prezzo di vendita di un titolo sul mercato primario; un sinonimo è anche "prezzo di emissione".

Relativamente ad una operazione IPO si ricorre all'espressione "prezzo dell'offerta", attraverso cui ci si riferisce al valore finale del prezzo di collocamento dei titoli nell'ambito della procedura IPO.

Secondo alcuni, il fenomeno dell'*underpricing* può essere misurato già all'inizio del primo giorno di negoziazione<sup>108</sup>, tenendo come prezzo di riferimento quello di apertura.

Altri, invece, ritengono che il miglior momento per considerare il prezzo nel giorno di *listing* della società sia a fine giornata: in questo caso, il prezzo di riferimento è quello di chiusura del primo giorno di negoziazione<sup>109</sup>.

Premesso ciò, l'*underpricing* può essere definito come quel fenomeno tipico sotteso alle operazioni di IPO, che viene in rilievo nel momento in cui il prezzo di offerta risulta essere inferiore rispetto a quello di chiusura del titolo registrato nel primo giorno di quotazione.

In altre parole, si parla di *underpricing* tutte le volte in cui il prezzo di offerta è inferiore al suo *fair value* di mercato: pertanto, sussiste un'importante differenza al rialzo tra il prezzo di offerta e quello a fine della prima giornata di *trading*.

---

<sup>107</sup> PALMUCCI F., *IPO underpricing: il prezzo della liquidità*, in *Banca Impresa Società*, 30.2, 2011, pp. 237-260.

<sup>108</sup> BARRY C. B., JENNINGS R. H., *The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock*, in *Financial Management* 22(1), 1993, pp. 54-63.

<sup>109</sup> ACHARYA G., MAHADIK D., *Underpricing Effect in Initial Public Offerings: A Systematic Review and Bibliometrics Analysis*, in *SSRN 4541672*, 2023.

Nel momento in cui tale fenomeno si manifesta, il titolo è *underpriced*.

Si tratta, dunque, di un'inefficienza di mercato che può essere sintetizzata con la famosa espressione "*leave money on the table*"<sup>110</sup> (letteralmente "lasciare soldi sul tavolo"). Il significato risiede nel fatto che l'emittente avrebbe potuto raccogliere maggior capitale nell'emissione se avesse fissato un prezzo più elevato, posto che il mercato sarebbe stato disposto a pagarlo.

Le ragioni per le quali l'*underpricing* si genera sono tante. In particolare, un motivo potrebbe essere di natura strategica. In tal senso, infatti, le società potrebbero decidere, volontariamente e consapevolmente, di offrire al pubblico i propri titoli ad un prezzo inferiore rispetto a quello di mercato, in quanto così agendo gli investitori sarebbero incentivati a partecipare all'offerta.

Un altro motivo per cui la società potrebbe scegliere un prezzo al ribasso consiste nel suo scopo, vale a dire ottenere un'audience della propria IPO più elevata e quindi portarla all'attenzione di tantissimi analisti e del mercato stesso, che potrebbe percepirla come affidabile. Una simile strategia, sebbene atipica, si rivela efficace in alcune situazioni, come ad esempio nel caso di una società che faccia fatica a consolidare il proprio brand.

Un'altra ragione che spesso viene presa in considerazione nel praticare l'*underpricing* riguarda la volontà di evitare il rischio di incorrere in contenziosi qualora l'emissione dovesse risultare *overpriced*<sup>111</sup>. In tale circostanza, rivedere il prezzo al ribasso potrebbe costituire una garanzia contro possibili denunce da parte degli investitori.

In linea generale, però, occorre precisare che l'IPO viene sottoprezzata quando vi è un clima di incertezza ed instabilità. Difatti, l'incertezza spinge ad optare per

---

<sup>110</sup> CHAN K.C., et al., *Narcissistic managers and IPO underpricing*, in *International Review of Financial Analysis*, 89, 2023.

<sup>111</sup> BOUCHER C., KOOLI M., WALKER T., *Litigation risk, underpricing, and money-losing IPOs*, in *Global Finance Journal*, 55, 2023.

l'*underpricing*, che verrà utilizzato quale strumento finalizzato a ridurre il rischio di ottenere un'emissione *overpriced* e, di conseguenza, fallimentare.

CAPITOLO IV  
CASE STUDY: L'IPO DI PORSCHE

#### 4.1 L'UTILIZZO DEI MERCATI DI CAPITALI DELLE IMPRESE AUTOMOBILISTICHE

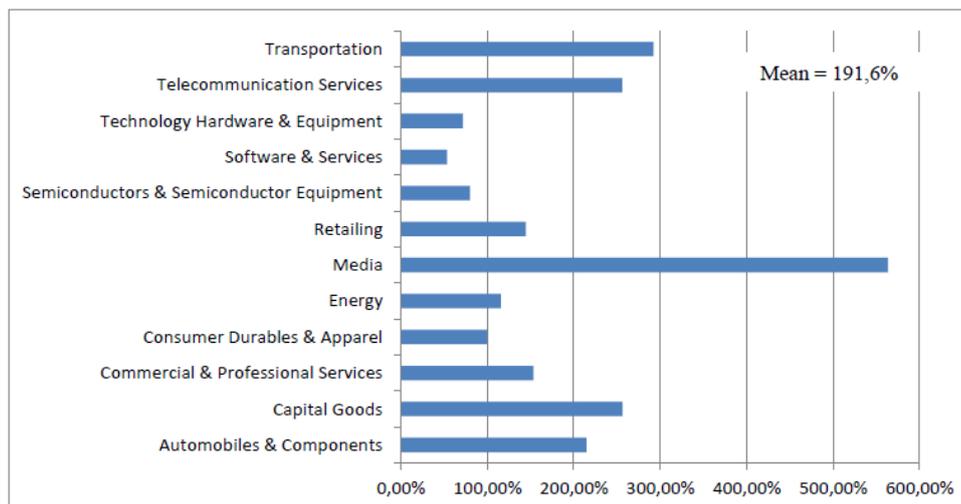
Il settore automobilistico concorre al 6% del PIL dell'Unione Europea<sup>112</sup>. Data la sua portata e la sua continua tendenza alla globalizzazione, i mercati dei capitali svolgono un ruolo importante e necessario nello sviluppo dello stesso.

Le imprese hanno la possibilità di finanziarsi sia attraverso azioni che attraverso emissioni di debito. Inoltre, le strutture di capitale assumono particolare rilievo in quanto sono in grado di incidere sia sulla governance aziendale che sul valore.

Diverse aziende scelgono rapporti debito/capitale diversi, principalmente a seconda del settore in cui competono. Inoltre, sussistono ulteriori fattori che influenzano la struttura del capitale di un'impresa, vale a dire dimensioni, attività materiali, redditività e rapporto mercato/valore contabile.

Di seguito vengono confrontati dodici diversi settori, compreso quello automobilistico, sulla base del rapporto tra debito e patrimonio netto.

Figura 1 – *Rapporti debito/patrimonio netto intersettoriali*



Fonte: Bloomberg Database

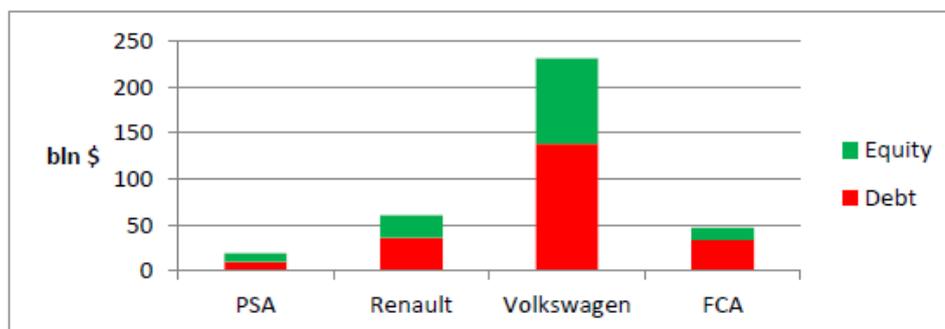
<sup>112</sup> <http://www.acea.be/automobile-industry/facts-about-the-industry>

Il rapporto debito/patrimonio netto del settore automobilistico (214,6%) non è lontano dalla media degli altri settori presi in considerazione. Tuttavia in alcuni settori si osservano notevoli deviazioni dalla media. Il settore “Media” ha una struttura di capitale con un debito 5,6 volte maggiore del capitale proprio. In questo settore, gli investimenti di solito avvengono attraverso l’emissione di debito piuttosto che di azioni. Prendiamo come esempio Mediaset S.p.A. Quando dovrà produrre un film, Mediaset emetterà un debito che verrà immediatamente ripagato con la vendita del film alle televisioni. Inoltre, dispone di beni a lungo termine come le antenne, che possono essere utilizzate come titoli per gli istituti di credito. Pertanto, data la bassa volatilità del settore e la possibilità di offrire asset a lungo termine in caso di insolvenza, il debito è sostenibile. Al contrario, il settore “Software e servizi” presenta il rapporto debito/capitale più basso, 53,1%. Ciò potrebbe derivare dal fatto che si tratta di un settore con poche risorse a lungo termine e altamente volatile a causa del rapido grado di innovazione.

Pertanto, un elevato rapporto debito/patrimonio netto non sarebbe sostenibile. Inoltre non è necessario, se consideriamo che i suoi costi sono prevalentemente fissi e quindi bisognerebbe emettere debito solo in caso di spese straordinarie. La struttura del capitale, infatti, dipende dalla capacità delle imprese di autofinanziarsi, dai capitali necessari per portare avanti l’attività e dalla volatilità del settore.

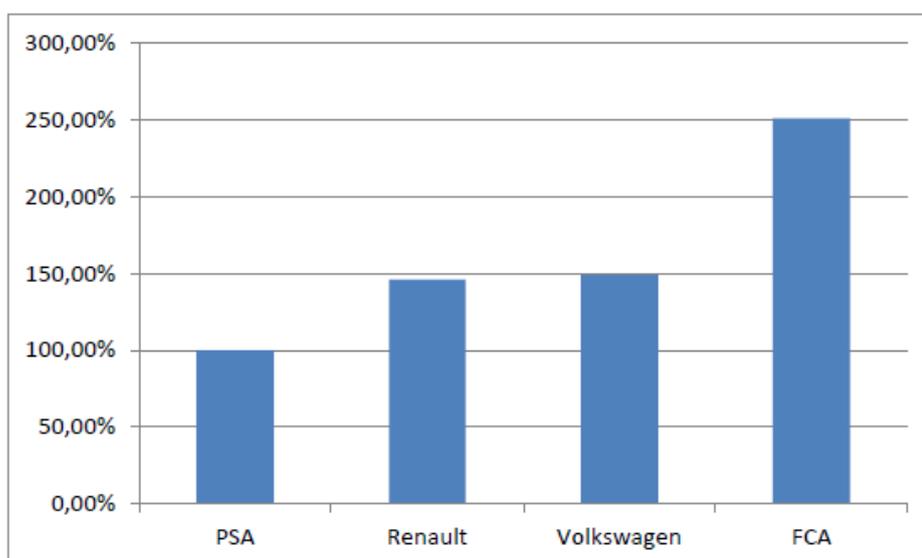
Il settore automobilistico ha una struttura equilibrata di costi variabili e fissi. È un settore con molte risorse a lungo termine come macchinari ed edifici. Tuttavia, le sue spese sono estremamente elevate, soprattutto quando i nuovi prodotti vengono sviluppati e commercializzati per la prima volta. Vediamo quindi più in profondità come si finanzia il settore automobilistico. In particolare, si prenderanno in considerazione quattro diverse case automobilistiche europee: FIAT (ora FCA), PSA, Renault e Volkswagen.

Figura 2 – Debito totale e capitale proprio nel settore automobilistico europeo



Fonte: Bloomberg

Figura 3 – Rapporti debito/capitale nel settore automobilistico



Fonte: Bloomberg

Diversi rapporti debito/patrimonio netto porteranno inevitabilmente a comportamenti diversi da parte del top management. Ciò è probabile che accada perché i detentori del debito e gli azionisti esercitano diversi tipi di pressione sulle decisioni dell'impresa. Da un lato, i detentori del debito chiedono all'impresa di massimizzare i rendimenti minimizzando al tempo stesso il rischio di fallimento e non sono interessati al valore di

mercato dell'impresa. Gli azionisti, invece, chiedono creazione di valore e distribuzione di dividendi. Di fatto chiedono di ridurre al minimo i pagamenti dei detentori del debito e di aumentare la leva finanziaria per aumentare il valore di mercato.

#### 4.1.1 ANALISI DELL'INDUSTRIA AUTOMOBILISTICA

A livello globale, l'industria automobilistica rimane un fattore chiave della produzione industriale, con una crescita modesta dovuta alla sua maturità e al suo consolidamento. La domanda di veicoli individuali probabilmente non vedrà grandi aumenti nei prossimi anni a causa del cambiamento delle tendenze nel comportamento dei consumatori, dell'aumento della popolarità delle piattaforme di car sharing, nonché della crescente consapevolezza del cambiamento climatico e delle preoccupazioni sulla sostenibilità.

Tuttavia, è molto probabile che la struttura di questa domanda cambi: i veicoli ibridi ed elettrici stanno diventando sempre più attraenti per i consumatori anche a causa dell'attuale crisi del carburante e dell'espansione degli incentivi statali per incoraggiare l'acquisizione di tali auto (ovvero, riduzione delle tasse, rimborsi in contanti, investimenti nelle infrastrutture delle stazioni di ricarica e così via).

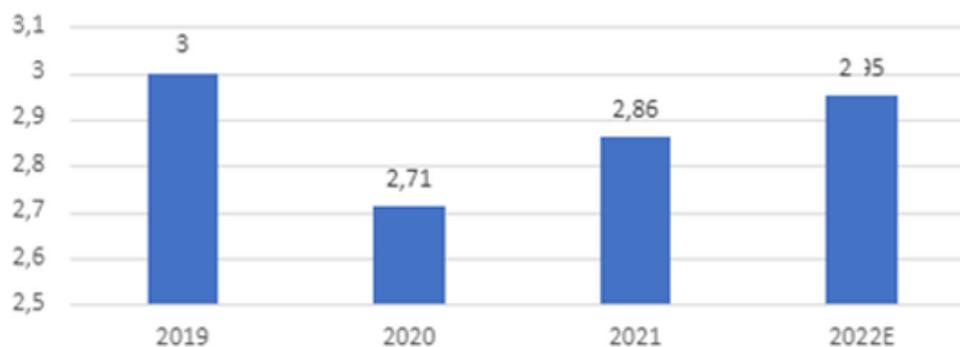
Il grafico 1 mostra che i ricavi globali della produzione automobilistica sono stati fortemente influenzati dalla pandemia negli ultimi quattro anni. Nel 2019, i ricavi globali ammontavano a 3 trilioni di dollari<sup>113</sup>. Nel 2020, primo anno di pandemia, si è registrata una diminuzione di 290 miliardi di dollari. Negli anni successivi, quando le restrizioni furono lentamente allentate e i governi si adattarono alla realtà della necessità cruciale di mantenere in attività le imprese, i ricavi aumentarono modestamente, con le proiezioni per il 2022 inferiori di 50 miliardi di dollari rispetto al livello pre-pandemia<sup>114</sup>.

---

<sup>113</sup> IBISWorld, Statista.

<sup>114</sup> IBISWorld, Statista.

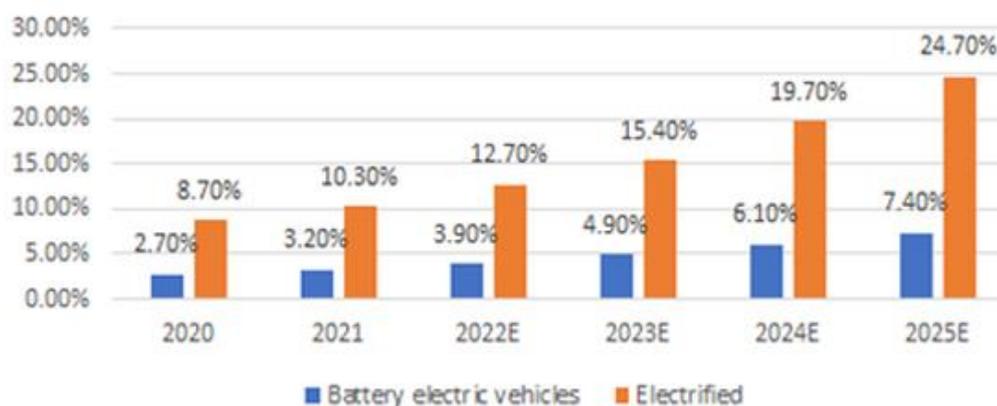
Grafico 1 – Fatturato globale dell'industria manifatturiera automobilistica in trilioni di dollari



Source: IBISWorld, Statista

Le automobili destinate ai singoli consumatori sono legalmente definite “veicoli leggeri”. In termini di volumi di vendita, si prevede che questo settore raggiunga i 98,9 milioni di unità vendute nel 2025, in aumento del 30% rispetto ai 75,8 milioni di unità vendute nel 2021 e del 19,7% rispetto agli 82,6 milioni di unità stimate per tutto il 2022. Negli anni successivi, tuttavia, si prevede che il tasso di crescita diminuirà, poiché questo settore si consoliderà e rientrerà in una fase di crescita bassa e sostenuta. Il cambiamento nella struttura della domanda sarà molto probabilmente guidato dai veicoli elettrici. Più precisamente, si prevede che la quota dei ricavi dei veicoli elettrici nel reddito aggregato del settore aumenterà drasticamente, secondo le stime di JPMorgan Chase descritte di seguito.

Grafico 2 – Percentuale delle vendite di veicoli elettrici elettrificati e a batteria sulle vendite globali di auto

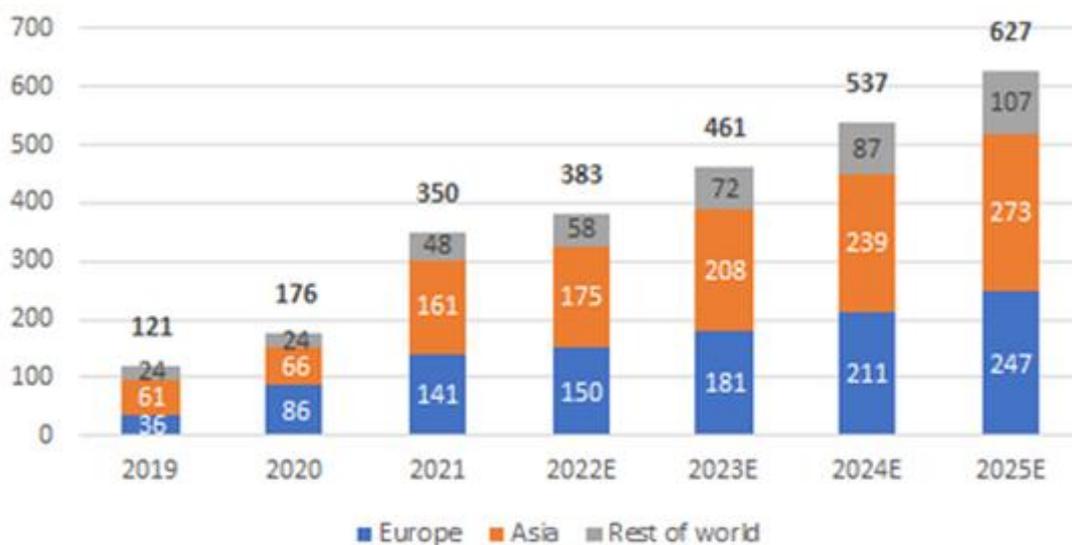


Fonte: JPMorgan Chase

L'Europa si sta affermando come un mercato ad alto potenziale e molti produttori si stanno impegnando a guadagnare maggiori percentuali dei loro ricavi dalle auto elettriche. Una previsione dei ricavi derivanti dalle vendite di veicoli elettrici, suddivisi per regione, sottolinea una crescita globale media annua del 31,5% dal 2019 al 2025, in gran parte guidata da Asia ed Europa<sup>115</sup>.

<sup>115</sup> Statista Mobility Market Outlook 2022

Grafico 3 – Fatturati di mercato per regione



Fonte: Statista Mobility Market Outlook 2022

Un rapporto McKinsey prevede che il mercato abbia notevoli margini di crescita. Più specificamente, si prevede che i nuovi modelli di business che monetizzano software e tecnologia, mobilità condivisa e connettività porteranno a un aumento del 30% dei ricavi del settore globale entro il 2030<sup>116</sup>. Tutto ciò sarà trainato principalmente dalla crescita delle economie emergenti. Ciò porterà anche ad un aumento delle vendite aftermarket. I paesi sviluppati con un'ampia e consolidata base di veicoli costituiranno invece la piattaforma per la crescita indotta dalla tecnologia nel contesto del cambiamento dell'atteggiamento dei consumatori nei confronti della mobilità condivisa. Lo stesso rapporto prevede che, entro il 2030, un veicolo venduto su dieci sarà condiviso.

La Germania è stata a lungo un focolaio di produzione automobilistica, con marchi come Volkswagen, Audi, BMW, Mercedes-Benz e Porsche che hanno consolidato la

<sup>116</sup> McKinsey, Report *Unlocking the full life-cycle value from connected-car data*, 2021.

propria reputazione per prodotti affidabili e di alta qualità. Il Gruppo Volkswagen, holding conglomerata che possiede, tra gli altri, l'omonimo marchio, è leader mondiale del settore, con un fatturato di 296,1 miliardi di dollari e oltre 672.000 dipendenti. Il gruppo comprende un totale di 10 marchi, tra cui Audi, Lamborghini, Bentley, Porsche e Ducati.

## 4.2 LA PORSCHE

Porsche è stata fondata nel 1931, ma la sua storia operativa può essere descritta, in maniera più accurata e dettagliata a partire dal 1948, con la produzione del Tipo 356, il primo modello del marchio<sup>117</sup>. L'azienda ha iniziato a collaborare con Volkswagen nel 1969 su diversi modelli e motori e, nel 2011, le due società si sono fuse. L'ente responsabile della produzione vera e propria è il Dott. Ing. h.c. F. Porsche AG, comunemente conosciuta come Porsche AG, ed è interamente di proprietà di Volkswagen AG. La holding, che inizialmente aveva lo stesso nome, ora si chiama Porsche SE e possiede una partecipazione nella Volkswagen, controllando così indirettamente in parte il produttore di lusso<sup>118</sup>.

Porsche ha registrato un fatturato di 19,3 miliardi di dollari nel 2021<sup>119</sup>. Le auto sportive, insieme ai grandi SUV (in particolare la Cayenne) erano i segmenti principali di Porsche, rappresentando rispettivamente il 48% e il 27,6% dei ricavi. Ciò si pone perfettamente in linea con la tendenza generale del mercato: per Rolls Royce, Aston Martin e soprattutto Bentley, il lancio dei loro modelli SUV (rispettivamente Cullinan, DBX e Bentayga) ha migliorato notevolmente i loro ricavi e ha portato a record saldi<sup>120</sup>. L'azienda ha un tasso di crescita annuo composto previsto dell'1,6% tra il 2013 e il 2026, mostrando una crescita stabile, influenzata solo dai recenti shock esogeni. Complessivamente, dal 2013 al 2019, i ricavi dell'azienda sono cresciuti del 23,89%<sup>121</sup>.

---

<sup>117</sup> LEFFINGWELL R., *Porsche: A History of Excellence*, MotorBooks International, London, 2010.

<sup>118</sup> KINGSTON S., *The History of Porsches*, Rosen Publishing Group, London, 2018.

<sup>119</sup> GIAVARDI F., *Porsche: i numeri non le mancano*, 2022, consultabile sul sito internet <https://www.alvolante.it/news/porsche-risultati-economici-2021-377397>

<sup>120</sup> GRASSI M., *Bentley e Rolls-Royce vanno più forte che mai. Record di vendite nel 2022 per le Case di lusso, a dispetto della crisi*, 2023, consultabile sul sito internet <https://it.motor1.com/news/630320/bentley-rolls-royce-record-2022/>

Nel 2021, Porsche deteneva una quota del 5,6% del mercato globale delle auto di lusso, classificandosi all'ottavo posto, con Mercedes-Benz e BMW in testa alla classifica. Tuttavia, l'azienda era il leader incontestato in termini di quota di ricavi delle auto sportive, rappresentando il 14,4% del reddito globale in questo segmento<sup>122</sup>. Porsche non rientra tra i primi 10 produttori mondiali di SUV (1,6% delle vendite mondiali di SUV nel 2021) poiché si concentra sul lato premium di un mercato molto ampio. I principali produttori mondiali sono Ford, Toyota e Chevrolet, che si concentrano invece su prodotti più convenienti e attraenti per il mercato di massa.

L'azienda è impegnata ad ampliare la propria offerta di veicoli elettrici. Offre i suoi modelli Panamera e Cayenne in versioni ibride e ha lanciato la Taycan completamente elettrica nel 2019.

#### 4.2.1 VALORIZZAZIONE DELLA VOLKSWAGEN

Volkswagen detiene una capitalizzazione di mercato di circa 85 miliardi di dollari, praticamente uguale alla fascia alta di ciò che Porsche AG è valutata per la sua IPO; quest'ultima però, equivale a circa il 3,5% delle entrate di Volkswagen.

Sotto l'egida del gruppo ci sono molti nomi noti come Volkswagen, Audi, Lamborghini, Bentley, Ducati, Skoda e Porsche. In termini di ricavi è stata la più grande azienda automobilistica del mondo nel 2021 e in termini di produzione la numero due, dopo Toyota (TM). Per capitalizzazione di mercato, si posiziona al quarto posto dietro Tesla (TSLA), Toyota e BYD. Se esiste un'azienda paragonabile alla Volkswagen, quella è senza dubbio la Toyota.

---

<sup>121</sup> ADORINI F., MATEI T., REINA F., *The Porsche IPO: A staggering success*, consultabile sul sito internet <https://www.bscapitalmarkets.com/the-porsche-ipo-a-staggering-success.html#:~:text=%E2%80%8BThe%20Porsche%20IPO%3A%20A,according%20to%20many%2C%20not%20sustainable.>

<sup>122</sup> *Ibidem.*

## Income Statement (TTM)

	TM	VWAGY
Revenue	235.35B	264.87B
Revenue Per Share	17.02	528.37
EPS Diluted	1.43	35.60
Net Income	19.82B	18.42B
Gross Profit	42.10B	48.25B
EBITDA	30.28B	29.81B
Operating Income	18.99B	22.52B
Net Income Avail. to Comm.	19.82B	17.85B

## Balance Sheet (MRQ)

	TM	VWAGY
Total Cash	49.27B	44.86B
Total Cash Per Share	3.59	49.43
Total Debt	214.21B	217.65B
Net Debt	164.95B	172.79B
Total Debt to Equity	102.68%	124.99%
Short Term Debt	89.80B	-
Long Term Debt	124.41B	27.27B
Current Ratio	1.10	1.21
Quick Ratio	0.77	0.80
Covered Ratio	58.12	30.11
Book Value Per Share	14.70	343.39
Debt/Free Cash Flow	-72.99	29.48
Long Term Debt/Total Capital	29.42%	34.52%

## Cash Flow Statement (TTM)

	TM	VWAGY
Net Operating Cash Flow	26.00B	38.89B
Levered Free Cash Flow	-4.41B	13.53B
Cash from Operations	26.00B	38.89B
Capital Expenditures	-23.89B	-11.49B

Quindi su alcuni parametri Volkswagen ottiene punteggi migliori, su altri Toyota, ma nella maggior parte dei casi non differiscono molto. Degno di nota è che entrambe le società dispongono di enormi divisioni finanziarie/banche, ad esempio per finanziare gli acquirenti dei loro prodotti. L'ammontare del debito non è così spaventoso dato che in un certo senso si tratta di istituzioni finanziarie ibride. Personalmente ritengo che i flussi di cassa siano molto importanti per determinare il valore effettivo di un'azienda. Qui la Volkswagen ha un chiaro vantaggio rispetto alla Toyota. Ma questo è avvenuto solo di recente; molti anni prima il vantaggio era detenuto dalla Toyota. Volendo attribuire un prezzo alla Volkswagen, basandosi sui numeri si potrebbe tranquillamente attribuire lo stesso valore della Toyota. Ciò equivale ad un valore equo di circa 205-210 miliardi di dollari al momento.

#### 4.2.2 VALORIZZAZIONE DELLA PORSCHE

A differenza della Volkswagen, Porsche SE è più semplice da valutare. In quanto holding, occorre tener conto di ciò che detiene. Di seguito si riporta il bilancio più recente, in euro.

## Consolidated balance sheet of Porsche Automobil Holding SE as of 30 June 2022

4

€ million	Note	30/6/2022	31/12/2021
<b>Assets</b>			
Intangible assets		0	0
Property, plant and equipment		1	1
Investments accounted for at equity	[7]	47,712	41,527
Other financial assets	[8], [15]	51	45
Other assets		0	1
<b>Non-current assets</b>		<b>47,764</b>	<b>41,574</b>
Other financial assets	[8], [15]	1	1
Other assets		3	1
Income tax receivables	[5]	321	0
Securities	[15]	160	145
Time deposits	[15]	280	225
Cash and cash equivalents	[15]	64	271
Assets classified as held for sale	[9]	343	316
<b>Current assets</b>		<b>1,171</b>	<b>960</b>
		<b>48,935</b>	<b>42,533</b>
<b>Equity and liabilities</b>			
Subscribed capital		306	306
Capital reserves		4,884	4,884
Retained earnings		42,680	40,219
Other reserves (OCI)		813	-3,214
Equity attributable to shareholders of Porsche SE		48,684	42,196
Non-controlling interests			1
<b>Equity</b>	[10]	<b>48,684</b>	<b>42,196</b>
Provisions for pensions and similar obligations	[11]	29	42
Other provisions	[12]	25	30
Financial liabilities	[15]	0	0
Deferred tax liabilities	[5]	153	116
<b>Non-current liabilities</b>		<b>207</b>	<b>188</b>
Provisions for pensions and similar obligations	[11]	1	1
Other provisions	[12]	32	31
Trade payables	[15]	2	2
Financial liabilities	[15]	0	0
Other financial liabilities	[15]	2	3
Other liabilities		3	4
Income tax liabilities		4	
Liabilities associated with assets classified as held for sale			109
<b>Current liabilities</b>		<b>45</b>	<b>149</b>
		<b>48,935</b>	<b>42,533</b>

Fonte: Porsche SE

Una certa liquidità sotto forma di attività correnti compensa tutte le passività. Esiste quindi una posizione liquida netta di circa mezzo miliardo. Per il resto si tratta sostanzialmente solo dell'investimento in Volkswagen. Quindi valutare Porsche SE in modo molto semplice sarebbe pari al 31,9% della capitalizzazione di mercato di Volkswagen più mezzo miliardo di liquidità netta.

Questa semplice somma ammonterebbe a circa 27,5 miliardi di dollari.

Ad oggi, Porsche SE viene scambiata con una capitalizzazione di mercato di 22 miliardi di dollari, il che significa uno sconto di quasi il 20%. E questo si aggiunge allo sconto con cui Volkswagen viene scambiata. Se la Volkswagen avesse lo stesso valore della Toyota, la partecipazione di Porsche SE varrebbe 67 miliardi di dollari<sup>123</sup>.

---

<sup>123</sup> KRONEMAN P., *Porsche Automobil Holding SE: Porsche AG IPO Will Unlock Incredible Value*, 2022, consultabile sul sito internet <https://seekingalpha.com/article/4538351-porsche-se-stock-ipo-unlock-incredible-value>

### 4.3 LE RAGIONI PER CUI È STATO EFFETTUATO L’IPO DI PORSCHE

Volkswagen, anche se è conosciuta a livello globale, si compone di alcuni marchi che includono sia auto più economiche, come ad esempio la Skoda, che marchi di lusso, come Lamborghini, Ducati, Audi. Tra tali marchi, Porsche è senza dubbio quello più famoso, focalizzando la propria attenzione sulla qualità e offrendo prodotti per la fascia alta del mercato di riferimento.

Sebbene Porsche abbia concorso, nel 2021, per il 3,5% delle consegne di Volkswagen, il marchio è stato in grado di generare il 12% dei ricavi totali dell’azienda nonché il 26% dell’utile operativo<sup>124</sup>.

Volkswagen ha quindi annunciato il proprio intento di procedere con un’operazione IPO. Subito dopo tale annuncio, la valutazione di Porsche AG si è attestato sui 90 miliardi di euro. Allo stato attuale, il valore si è ridotto a 65/85 miliardi per via di un significativo cambiamento che ha coinvolto le condizioni di mercato. Volkswagen stessa mira ad una valutazione tra 70,1 e 75,1 miliardi di euro, attestandosi ancora una volta come uno dei più grandi marchi della storia tedesca<sup>125</sup>.

---

<sup>124</sup> *Volkswagen: cosa attendersi dopo la IPO di Porsche?*, 20 settembre 2022, consultabile sul sito internet <https://borsaefinanza.it/volkswagen-cosa-attendersi-dopo-la-ipo-di-porsche/>

<sup>125</sup> *Ibidem*.

#### 4.4 SITUAZIONE FINANZIARIA DELLA PORSCHE

A questo punto occorre focalizzare l'attenzione sull'aspetto finanziario della Porsche. Innanzitutto, occorre sottolineare che l'azienda ha aumentate le vendite e i profitti per tre anni consecutivi. Nel 2021, invece, ha registrato più di 30 miliardi di euro di vendite e più di 5 miliardi di euro di utile operativo (EBIT) (tab. 1).

Inoltre, si è caratterizzata per una crescita costante dei ricavi, a cui ha fatto seguito un incremento del margine operativo, che risulta essere di gran lunga superiore a quello dei principali competitor (tab. 2).

Tabella 1 – *Situazione finanziaria Porsche*

<b>Miliardi di euro</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Reddito	28.5	28.7	33.1
Utile operativo	3.9	4.2	5.3
Utile prima delle imposte	4.1	4.4	5.7

Tabella 2 – *Utile operativo di Porsche e confronto con i principali concorrenti*

<b>Margine di profitto operativo (EBIT)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Porsche AG	13.5%	14.6%	16.0%
Volkswagen	5.8%	4.6%	7.4%
Ferrari	24.4%	20.7%	25.2%
BMW	7.1%	4.8%	12.0%
Mercedes	2.4%	4.7%	10.7%
General Motors	4.0%	5.4%	7.3%
Ford	0.4%	-3.5%	3.3%

Ad oggi, Porsche dispone di sei modelli principali: le auto sportive 718 e 911, l'auto sportiva elettrica Taycan, auto di lusso Panamera e due SUV Macan e Cayenne.

La tabella 3 mostra i risultati di vendita del marchio, suddivisi per modello.

Tabella 3 – Risultati vendita Porsche per modello

<b>Numero di veicoli consegnati (migliaia)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
911	35	34	38
718 Boxter/Cayman	20	22	21
Macan	100	78	88
Cayenne	92	93	83
Panamera	33	25	30
Taycan	1	20	41
<b>Totale</b>	<b>281</b>	<b>272</b>	<b>302</b>

## 4.5 VALORE DELLA PORSCHE E PROFITABILITÀ

Porsche AG è nata come società per azioni con una valutazione di 75,2 miliardi di euro dopo aver portato avanti un prezzo IPO di 82,50 euro, nella fascia alta del suo target da 76,50 a 82,50 euro. Ciò le ha permesso di raccogliere circa 9,2 miliardi di euro, destinati al proprietario Volkswagen. Ciò la rende non solo una delle più grandi IPO di sempre in Germania ma anche in Europa.

Quando Volkswagen annunciò per la prima volta che stava prendendo in considerazione l'IPO, Porsche AG era stata pubblicizzata come obiettivo di una valutazione fino a 90 miliardi di euro, ma questa valutazione è diminuita con il deterioramento delle condizioni di mercato nel 2022<sup>126</sup>.

In particolare, alcuni hanno sostenuto che la valutazione dell'IPO fosse troppo alta. HSBC ha dichiarato poche settimane prima dell'IPO che la società valeva tra 44,5 miliardi di euro e 56,9 miliardi di euro. HSBC ha anche affermato che il livello di indipendenza che Porsche AG avrà alla fine sarà importante per come verrà percepita la società, dato che rimarrà sotto il controllo degli azionisti esistenti dopo la quotazione e condividerà il suo CEO con Volkswagen.

Volkswagen ha dichiarato che prevede di pagare il 49% dei proventi lordi totali derivanti dalla quotazione agli azionisti tramite un dividendo speciale, mentre il resto verrà utilizzato per investire nell'attività e guidare la sua nuova strategia. Gli azionisti Volkswagen hanno ricevuto il dividendo speciale all'inizio del 2023.

---

<sup>126</sup> WARNER J., *Porsche IPO: Everything you need to know about the Porsche IPO*, 2022, consultabile sul sito internet <https://www.forex.com/en/market-analysis/latest-research/everything-you-need-to-know-about-the-porsche-ipo/>

#### 4.6 IPO DI PORSCHE E POSSIBILI RISCHI

Si può dire con certezza che anche coloro che comandano la Volkswagen hanno notato che l'attuale valutazione delle partecipazioni è carente. Anche sotto questo profilo, la situazione sembra essere simile a quella della Toyota, nonché a quanto fatto dalla famiglia Agnelli con la Fiat. Con la divisione dell'azienda in più parti, è stato sbloccato molto valore dividendo. Volkswagen ha già quotato in borsa una parte della sua divisione autotrasporti, Traton, proprio come hanno fatto gli Agnelli con CNH e Iveco. Tuttavia, ciò non si è rivelato di successo per la Volkswagen dato che il prezzo è stato dimezzato.

Gli Agnelli hanno anche proceduto a una quotazione separata per la Ferrari.

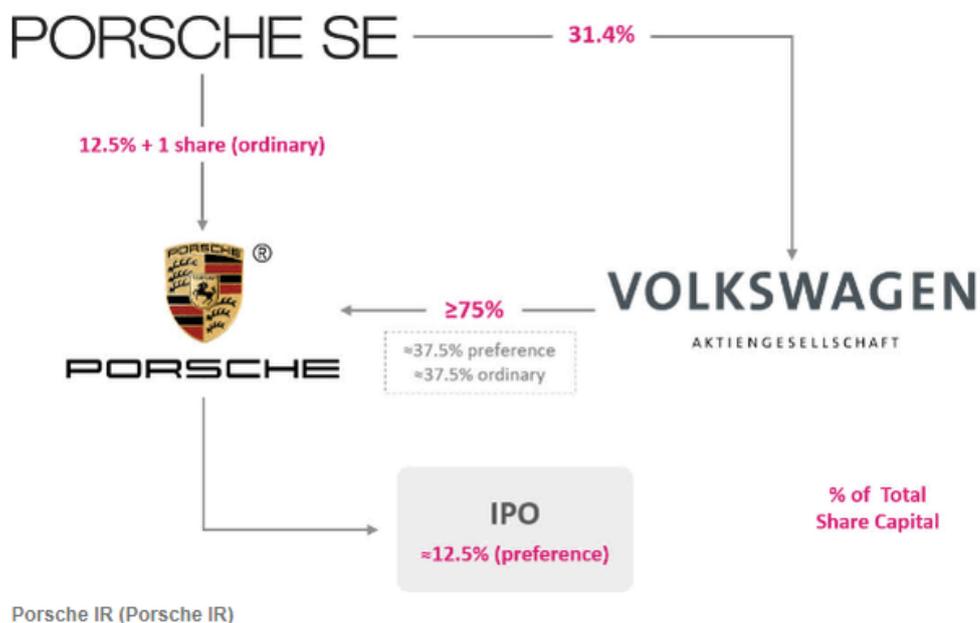
Dall'IPO del 2015, il prezzo delle azioni è quasi quadruplicato e l'iconica azienda automobilistica ora viene scambiata a oltre 40 volte gli utili e ha una capitalizzazione di mercato di oltre 35 miliardi di dollari<sup>127</sup>.

Porsche AG ha minori margini di profitto e potrebbe non essere così sfuggente come la Ferrari, ma produce molte più auto all'anno. E con questo, soldi. Quotando Porsche AG, si spera di emulare questa vittoria e aumentare i prezzi delle azioni di Volkswagen e, con ciò, di Porsche SE.

---

<sup>127</sup> KRONEMAN P., *Porsche Automobil Holding SE: Porsche AG IPO Will Unlock Incredible Value*, cit.

Figura 4 – IPO Porsche



Questo schema risale a prima che Porsche SE aumentasse la propria partecipazione in Volkswagen AG dal 31,4% al 31,9%, tutto il resto rimane invariato<sup>128</sup>.

Pertanto le azioni di Porsche AG vengono suddivise in azioni ordinarie con diritto di voto e azioni privilegiate senza diritto di voto. Porsche SE acquisterà il 12,5% + 1 azione ordinaria. Per questo Porsche SE pagherà un premio del 7,5% rispetto al prezzo IPO.

Il 12,5% di quelle senza diritto di voto verrà venduto all'IPO e il resto rimarrà nelle mani di Volkswagen. La Volkswagen ha dichiarato di pagare il 49% del ricavato come dividendo speciale. Ciò finanzia anche una grande percentuale della partecipazione di Porsche SE<sup>129</sup>.

In qualità di azionista di Porsche SE, la proprietà economica totale di Porsche AG, dopo la transazione, ammonterebbe quindi al 36,425% rispetto al 31,9% prima

<sup>128</sup> *Ibidem*.

<sup>129</sup> *Ibidem*.

dell'IPO. Se l'IPO dovesse avvenire con una valutazione di 85 miliardi di dollari, il valore di Porsche AG per la sola Porsche SE ammonterebbe a circa 31 miliardi di dollari. Anche in questo caso, alla valutazione attuale di 22 miliardi di dollari per Porsche SE, tale dato sembra essere positivo<sup>130</sup>.

### **Rischi**

Come per ogni investimento, ci sono dei rischi.

Il rischio più grande nel breve termine potrebbe riguardare il fatto che il catalizzatore, l'IPO, non si realizzi. Ciò potrebbe essere dovuto, ad esempio, al peggioramento delle condizioni di mercato. Un altro fattore che bisogna considerare è la crisi energetica in Europa. Ciò potrebbe danneggiare seriamente la produzione e comportare costi elevati. Tuttavia, Volkswagen e Porsche hanno incontrato molti ostacoli fin dalla loro creazione. Da una guerra mondiale ad altri eventi disastrosi. È evidente che le condizioni generali non sono perfette al momento, ma ciò ha comunque contribuito a creare questa opportunità.

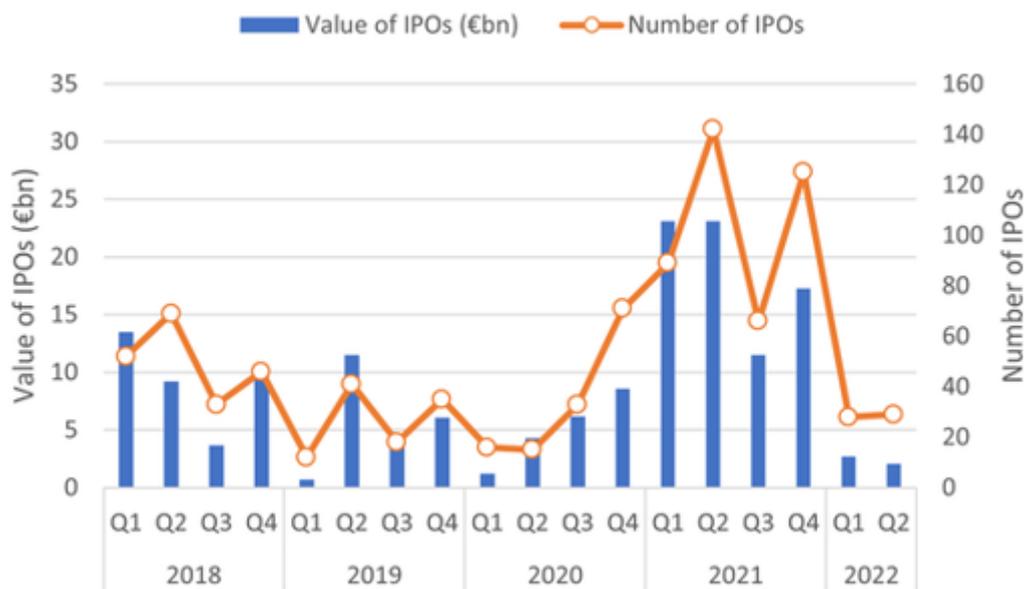
#### 4.6.1 IL CONTESTO IN CUI È AVVENUTA L'IPO

L'ambiente in cui ha avuto luogo l'IPO è tutt'altro che ideale. A causa dell'aumento dei tassi di interesse, dell'elevata inflazione, delle incertezze geopolitiche e dei mercati sottoperformanti, il volume globale del mercato IPO è diminuito del 68% rispetto al 2021 e non si prevede che si riprenderà presto. Molte aziende che avevano intenzione di quotarsi in borsa nel 2022 non sono disposte a vendere le proprie azioni con uno sconto significativo e hanno rinviato la loro IPO.

---

<sup>130</sup> *Ibidem.*

Grafico 4 – *Tendenza al ribasso delle IPO*



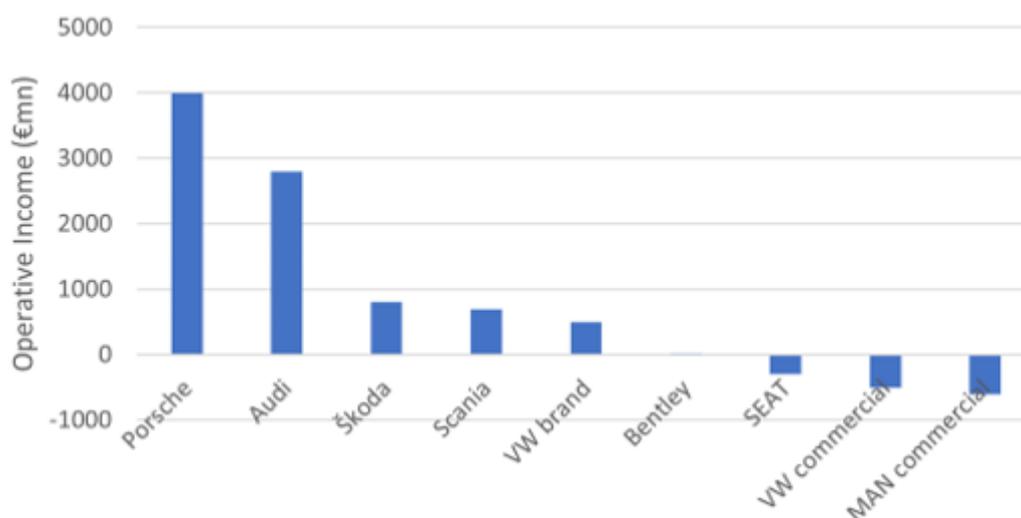
Fonte: PwC

Anche dopo la quotazione in borsa della Porsche, il suo rapporto con la Volkswagen rimane molto stretto. Le due società condividono infatti lo stesso amministratore delegato, Oliver Blume. Non solo, ma undici persone ricoprono incarichi nei consigli di amministrazione di più di due società del gruppo. Secondo un sondaggio condotto da Bernstein, il 70% degli investitori vede negativamente il doppio mandato perché solleva dubbi su possibili conflitti di interessi<sup>131</sup>. Nonostante queste preoccupazioni, VW ha dichiarato che Oliver Blume manterrà il suo ruolo di CEO sia di Porsche che di VW. Questa struttura aziendale opaca, tuttavia, non è inedita nel settore automobilistico. Molte aziende automobilistiche di successo come BMW, Ford e Toyota sono infatti possedute e controllate da famiglie. Per questi motivi gli investitori nel settore automobilistico devono considerare una struttura aziendale complessa come quella di Porsche e VW.

<sup>131</sup> ADORINI F., MATEI T., REINA F., *The Porsche IPO: A staggering success*, consultabile sul sito internet <https://www.bscapitalmarkets.com/the-porsche-ipo-a-staggering->

Nonostante le condizioni di mercato sfavorevoli e la scarsa governance aziendale, l'IPO è stata un successo. Ciò è stato determinato principalmente da tre elementi<sup>132</sup>. Il primo riguarda l'eccellente performance finanziaria di Porsche, che vanta l'utile operativo più elevato del gruppo VW. Il secondo elemento è che l'IPO ha suscitato un discreto interesse tra gli investitori istituzionali, come QIA, Norges Bank, T. Rowe Price e ADQ. In effetti, circa il 40% delle azioni quotate è stato acquistato da investitori fondamentali. Il terzo motivo che ha avuto un ruolo nel successo dell'IPO è che molti investitori hanno già familiarità con l'attività. Porsche, infatti, è già stata quotata prima, ha una lunga storia ed è un marchio iconico.

Grafico 5 - Risultato operativo del Gruppo VW



Fonte: Volkswagen AG

Per tutti questi motivi, l'IPO è stata in grado di suscitare un notevole interesse tra gli investitori. Il prezzo adeguato fissato da VW ha lasciato spazio per un apprezzamento delle azioni nel tempo: coloro che le hanno acquistate al prezzo fissato di 82,50 €, il massimo della fascia di prezzo, hanno già registrato una sostanziale plusvalenza poiché le azioni hanno raggiunto i 100,00 €, rendendo Porsche la casa automobilistica europea di maggior valore. Attraverso l'IPO, Volkswagen ha raccolto 9,4 miliardi di euro e

<sup>132</sup> *Ibidem*.

circa la metà di tale importo è stata pagata agli investitori come dividendo speciale *una tantum*<sup>133</sup>.

#### 4.6.2 ASSETTO PROPRIETARIO

Il totale delle azioni emesse sono 911 milioni; il 50% sono azioni ordinarie e il 50% sono azioni privilegiate, senza diritto di voto ma con priorità sulla ricezione dei dividendi. Solo il 25% delle azioni privilegiate (12,5% del capitale) è stato quotato, mentre il 25% più una delle azioni ordinarie è stato acquistato da Porsche SE, con un premio del 7,5%. Pertanto, nessuna azione con diritto di voto di Porsche AG sarà disponibile al pubblico e la società rimarrà sotto il controllo di VW. Vale anche la pena notare che Porsche SE possiede il 53,3% delle azioni con diritto di voto di Volkswagen AG e quindi la famiglia Porsche-Piëch controlla indirettamente l'intero gruppo<sup>134</sup>.

Allo stato attuale, dopo la quotazione di Porsche AG, ci sono quattro distinte entità quotate collegate a Volkswagen e strettamente correlate tra loro:

1. Volkswagen AG (gruppo complessivo);
2. Traton SE (business degli autocarri);
3. Porsche AG;
4. Porsche SE.

#### 4.6.3 IPO, VALUTAZIONE E CONFRONTO CON LA FERRARI

Uno degli elementi più cruciali di un'IPO è spesso la storia azionaria e la trazione e l'interesse che può generare tra i potenziali investitori. In questo caso l'obiettivo della storia era sostenere che la Porsche, analogamente alla Ferrari, doveva essere effettivamente valutata dagli investitori come un'azienda di lusso.

---

<sup>133</sup> *Ibidem*.

<sup>134</sup> *Ibidem*.

Il motivo è che in questo modo VW potrebbe garantire che la valutazione di Porsche beneficerebbe dei multipli generalmente più alti del settore del lusso. Il multiplo P/E ottenuto dalla Ferrari nella sua IPO del 2015, di grande successo, è stato di 30 volte, mentre quello di un'azienda automobilistica come VW è di circa 4 volte<sup>135</sup>.

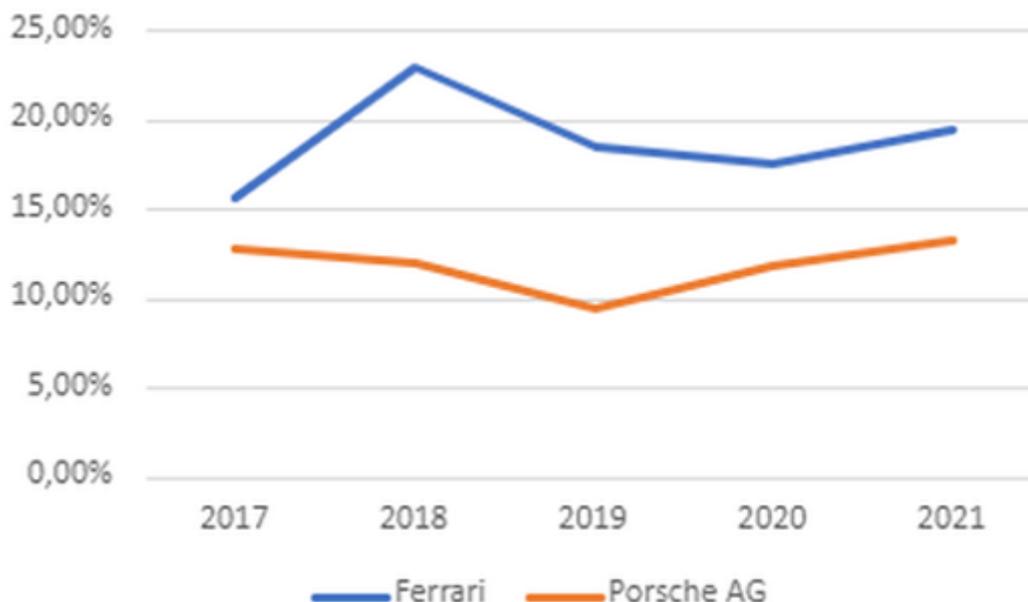
Per garantire che la Porsche raggiungesse una valutazione simile a quella della Ferrari, il top management della VW ha effettuato una serie di passaggi. Due dei più importanti riguardano il fatto di aver assunto gli stessi consulenti dell'IPO della Ferrari e l'aver sostenuto la selezione di aziende di lusso (ad esempio LVHM, Hermes e Cristian Dior) come società comparabili da utilizzare nel processo di valutazione. La valutazione finale di Porsche l'ha posizionata con un P/E di 16x e un valore totale di circa 75 miliardi di euro, quindi gli investitori valuteranno Porsche in una certa misura come un'azienda di lusso.

Porsche ha dimostrato di avere alcuni elementi rilevanti di un marchio di lusso, ma la valutazione di mercato è solo parzialmente allo stesso livello della Ferrari. Due parametri cruciali che rafforzano questa tesi sono sia i margini che "l'esclusività" del marchio. Per quanto riguarda il primo elemento, i margini che Porsche ha realizzato negli ultimi anni sono stati inferiori rispetto a quelli della Ferrari.

---

<sup>135</sup> ADORINI F., MATEI T., REINA F., *The Porsche IPO: A staggering success*, cit.

Grafico 6 – Margini netti di Porsche e Ferrari 2017-2021



Fonte: Volkswagen AG, Porsche AG

Il secondo elemento cruciale per le aziende del lusso è l'esclusività dei loro prodotti. Due parametri possono definire il rasoio di esclusività: il primo è il punto di ingresso nel marchio e il secondo è il volume di automobili prodotte. In entrambe le categorie la Porsche è indietro rispetto alla Ferrari. Il veicolo più economico venduto da Porsche costa circa 65.000 dollari, molto più vicino alla Mercedes più economica (35.000 dollari) che alla Ferrari più conveniente (250.000 dollari)<sup>136</sup>.

I vertici della VW hanno cercato di sostenere l'irrilevanza di questo punto. Invece, hanno sottolineato che Porsche vende ancora 15.000 dei suoi modelli a una fascia di prezzo da supercar, paragonabile a quella della Ferrari. Tuttavia, alcune case automobilistiche (ad esempio Ford, che ha un listino prezzi per le sue supercar GT a mezzo milione di dollari) vendono supercar nei loro portafogli e sono ben lontane dall'essere considerate marchi di lusso.

<sup>136</sup> *Ibidem*.

A questo proposito, l'esclusività nel punto di ingresso sembra essere una misura più valida per determinare se un marchio debba rientrare nella categoria del lusso.

Per quanto riguarda invece il volume delle auto vendute, Porsche supera di gran lunga la Ferrari in quanto la prima produce circa 300.000 veicoli all'anno contro le sole 10.000 vetture della casa di supercar italiana. Secondo alcuni analisti, un volume più elevato e un punto di ingresso più basso possono avere un impatto significativo sulla base clienti e, di conseguenza, sulla loro disponibilità (o capacità) di spendere in tempi turbolenti. È più probabile che un cliente Porsche limiti le proprie spese rispetto a un cliente Ferrari, il che significa che Porsche come azienda è più ciclica poiché la sua linea di entrata è più vulnerabile agli shock macroeconomici. Questa componente di "ciclicità" riflette spesso un rischio più elevato per l'azienda e, di conseguenza, una valutazione complessiva inferiore.

Un'altra considerazione che vale la pena sottolineare è la misura in cui, a seguito dell'IPO, è possibile che vi sia un cambiamento significativo nel prezzo delle azioni VW. L'effetto immediato dell'IPO è stato un drastico calo del corso delle azioni VW, che però nelle ultime settimane ha registrato una ripresa costante.

Nel complesso, gli analisti ritengono che ci sarà un effetto minore a lungo termine. Sostengono che alla fine VW possiederà meno dei suoi asset più preziosi e che l'attività di investimento proposta sembra più focalizzata sulla stabilizzazione del bilancio attuale piuttosto che sull'espansione dello stesso. Un elemento che potrebbe cambiare nel lungo termine è la strategia aziendale di VW, che visto il successo dell'IPO di Porsche, potrebbe procedere all'IPO di alcuni dei suoi marchi cruciali in portafoglio.

## 4.7 IL POST-IPO

Sembrerebbe che Porsche AG abbia scelto il momento peggiore in assoluto per procedere con la sua IPO. I mercati azionari globali sono in subbuglio, l'inflazione è dilagante, permangono problemi nella catena di approvvigionamento e i rischi di recessione incombono sui mercati chiave. Per un'attività ciclica come la produzione automobilistica – anche quella di auto di lusso – questi fattori esterni di solito portano a profitti inferiori e a una valutazione inferiore.

Finora, tuttavia, non è stato nemmeno il caso del titolo Porsche AG P911, che ha registrato un buon rally, guadagnando il 22% dal prezzo IPO di € 82,50 nel suo primo mese di negoziazione. Uno dei motivi principali dell'ottimismo è stato un ottimo rapporto del terzo trimestre che suggerisce che l'azienda rimane sulla buona strada.

Detto questo, sia il prezzo relativamente alto dell'IPO – al massimo del range iniziale – sia il rally successivo hanno spostato la valutazione di Porsche a livelli vertiginosi, suggerendo una capitalizzazione di mercato pari a 100 miliardi di euro<sup>137</sup>.

In questo ambiente, ciò sembra potenzialmente troppo alto. Una volta svanita la novità delle azioni Porsche AG, gli investitori potrebbero essere in grado di ottenere una storia interessante a lungo termine a un prezzo molto più conveniente

Il nocciolo della tesi ribassistica per le azioni Porsche è che le vendite di auto nuove subiscono un duro colpo in caso di recessione. Al momento questo rischio non sembra essere compreso nel prezzo delle azioni F911.

Anche in questo caso, la capitalizzazione di mercato di Porsche AG ammonta a 100 miliardi di euro. Sulla base dei risultati registrati all'inizio del 2022, compreso l'utile operativo di 5,05 miliardi di euro, l'utile netto quest'anno dovrebbe essere nell'ordine dei 5 miliardi di euro, per un multiplo prezzo/utili di circa 20 volte.

---

<sup>137</sup> MARTIN V., *Post-IPO Porsche: Patience Is Advised*, 2022, consultabile sul sito internet <https://www.investing.com/analysis/postipo-porsche-patience-is-advised-200631738>

A prima vista, non sembra così alto. Ma c'è il rischio che fattori esterni rovinino il recente track record di crescita impressionante dell'azienda. La Cina è cresciuta fino a diventare il mercato più grande dell'azienda in termini di consegne, rappresentando il 32% del totale del 2021. La sua attività commerciale si è poi ridotta e si teme un "atterraggio duro" in quel paese dopo decenni di forte crescita economica.

Il 29% delle consegne è destinato in Europa: le sfide del continente sono ben note, dall'inflazione all'invasione russa dell'Ucraina. Gli Stati Uniti rappresentano il 26%; l'indebolimento dell'euro fornisce un certo aiuto a Porsche, ma i timori di recessione stanno aumentando in quel mercato a causa dell'azione aggressiva della Federal Reserve.

Di conseguenza, gli utili del 2022 sembrano rappresentare un picco a medio termine. Pagare 20 volte gli utili nei momenti di picco è sempre pericoloso, anche per un'azienda attraente come Porsche.

## CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha avuto ad oggetto la tematica delle IPO, in particolare l'attenzione è stata focalizzata sul caso Porsche.

In virtù dell'analisi riguardante l'IPO di tale casa automobilistica occorre tracciare qualche riflessione conclusiva. Il 2022, nello specifico, non ha rappresentato il massimo delle prestazioni per Porsche. Il contesto macroeconomico infatti ha subito un importante indebolimento e l'azienda si è trovata ad affrontare una serie di sfide.

In particolare, come qualsiasi altro produttore di automobili, la catena di fornitura di Porsche sembra essere intrappolata. Secondo il prospetto dell'IPO, la società non è stata in grado di soddisfare gli ordini per la Taycan EV a causa della carenza di semiconduttori. I tempi di attesa tra gli ordini e le consegne sono aumentati a dismisura. Anche Porsche inoltre sta affrontando sfide inflazionistiche, in particolare in termini di energia nelle sue strutture europee. Anche supponendo che il contesto macroeconomico peggiori, potenzialmente ci dovrebbero essere dei benefici con la normalizzazione delle catene di approvvigionamento e (si spera) dei prezzi dell'energia.

Ma la stessa Porsche non sembra suggerire che l'ambiente attuale sia poi così difficile, almeno in termini di costi. Per il 2023, infatti, la società aveva previsto margini di profitto operativo compresi tra il 17% e il 18%; l'obiettivo a medio termine è compreso tra il 17% e il 19%. I margini pre-pandemici (che possono essere visualizzati nei rapporti annuali di Volkswagen AG, che, ricordiamo, è il proprietario di maggioranza di Porsche) erano più o meno nello stesso intervallo.

I costi sono assolutamente aumentati. Per ora, almeno, Porsche è stata in grado di trasferire la maggior parte di questi costi elevati ai clienti.

Anche in questo caso il rischio è che il trend positivo cambi. Nessuno lo sa meglio di Porsche, che ha lottato duramente durante la crisi finanziaria del 2008-2009. Il debito contratto nel tentativo fallito di rilevare la Volkswagen era un fattore, ma la Porsche

era in grossi guai. Ecco perché l'azienda ha finito per vendere il 49,9% a Volkswagen per soli 3,9 miliardi di euro. Ciò implicava una valutazione inferiore agli 8 miliardi di euro per l'intera azienda. Ancora una volta, la capitalizzazione di mercato di Porsche ammonta ora a 100 miliardi di euro, più di 12 volte superiore.

Detto questo, le azioni Porsche AG a lungo termine sembrano ancora interessanti, al giusto prezzo. L'azienda è leader nei veicoli elettrici: l'obiettivo è che il 50% delle sue consegne siano elettriche entro il 2025. I principali produttori americani, in particolare, sono molto indietro in quella categoria.

La natura lussuosa del marchio suggerisce che Porsche dovrebbe essere in grado di superare le difficoltà macroeconomiche meglio di molti altri. I suoi clienti hanno meno probabilità di essere colpiti in modo significativo dalle recessioni o (in particolare) dall'inflazione. Nel corso del tempo, i profitti della Porsche dovrebbero aumentare e, in tale contesto, la valutazione attuale non è poi così impegnativa.

Nel frattempo, però, i rischi abbondano. Ed è importante ricordare in cosa consiste esattamente questa IPO: l'offerta per la prima volta di una piccola fetta di un'azienda ben nota. È una configurazione che invita all'acquisto, soprattutto perché quasi la metà degli investitori non è riuscita a ottenere una quota nell'accordo, quasi immediatamente.

Ad un certo punto, tuttavia, Porsche sarà solo un altro titolo ciclico. È allora che gli investitori a lungo termine dovrebbero iniziare a prestare maggiore attenzione.

## BIBLIOGRAFIA

ACHARYA G., MAHADIK D., *Underpricing Effect in Initial Public Offerings: A Systematic Review and Bibliometrics Analysis*, in SSRN 4541672, 2023.

AKERLOF G.A., *The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1970.

ANDERSON S., RANDOLPH BEARD T., BORN J.A., *Initial Public Offerings: Findings and Theories*, Springer US, London, 2012.

BARRY C. B., JENNINGS R. H., *The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock*, in *Financial Management* 22(1), 1993.

BEIERLEIN J., KATO H. K., *IPO mechanisms: A comparison of book-building, discriminatory price auctions and uniform price auctions*, in Choi J., *The Japanese Finance: Corporate Finance and Capital Markets in Changing Japan*, Emerald Group Publishing Limited, London, 2003.

BENNOURI M., FALCONIERI S., *The optimal design of IPOs: price vs quantity discrimination*, in SSRN 491002, 2004.

BENVENISTE L. M., BUSABA W. Y., *Bookbuilding Versus Fixed-price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing Ipos*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No. 4, 1997.

BENVENISTE L. M., SPINDT P. A., *How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, Issue 2, 1989.

BIAIS B., FAUGERON-CROUZET A. M., *IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet*, in *Journal of Financial Intermediation* Vol. 11 Issue 1, 2002.

BINI M., *Value based management: quali obiettivi e quali misure di performance?*, in *La Valutazione delle Aziende*, n. 7, dicembre 1997.

BOELEN M., HÜBNER G., *Generalizing the winner's curse hypothesis: The case of the Belgian IPO market*, in Gregoriou G.N., *Initial Public Offerings: an international perspective*, Butterworth-Heinemann, Oxford, 2006.

- BOUCHER C., KOOLI M., WALKER T., *Litigation risk, underpricing, and money-losing IPOs*, in *Global Finance Journal*, 55, 2023.
- BRAU J.C., FAWCETT S.E., *Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 18, n. 3, 2006.
- BUSABA W.Y., CHANG C., *Bookbuilding vs. fixed price revisited: The effect of aftermarket trading*, in *Journal of Corporate Finance*, 16.3, 2010.
- CHAN K.C., et al., *Narcissistic managers and IPO underpricing*, in *International Review of Financial Analysis*, 89, 2023.
- CHEMMANUR T.J., FULGHIERI P., *A theory of the going-public decision*, in *The review of financial studies*, 12.2, 1999.
- CHEN C., WANG X., *The impact of the reputation of underwriter and sponsoring representative on IPO underwriting fees*, in *China Finance Review International*, 6.4, 2016.
- CHINCARINI L., ETZKOWITZ A., KADISH J., *The effects of laddering and spinning in underwriter manipulation of IPOs*, in *Michigan Journal of Business*, 5.2, 2012.
- CORNELLI F., GOLDREICH D., *Bookbuilding: How Informative Is the Order Book?*, in *The Journal of Finance* Vol. 58 , 2003.
- CUMMING D., JOHAN S., *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford University Press, Oxford, 2018.
- DEHGHANI P., ZAM ZAM SAPIAN R., *Sectoral herding behavior in the aftermarket of Malaysian IPOs*, in *Venture Capital*, 16.3, 2014.
- DRAHO J., *The IPO Decision: Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing, London, 2004.
- ERGINCAN Y., KIRAZ F., UYSAL O., *Why go public? An empirical analysis of IPO's competitive effect on Turkish firms*, in *International Journal of Commerce and Finance* 2, 2016.
- ESPINASSE P., *IPO. A Global Guide*, Hong Kong University Press, Hong Kong, 2021.

FERRARO O., *Le Ipo: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative*, Angeli, Milano, 2021.

GOLDREICH D., *Underpricing in discriminatory and uniform-price treasury auctions*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42.2, 2007.

GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2009.

GUATRI L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.

HAO Q., *Laddering in initial public offerings*, in *Journal of Financial Economics*, 85.1, 2007.

HSU H., REED A., ROCHOLL J., *The New Game in Town: Competitive Effects of IPOs*, in *The Journal of Finance*, 65, 2010.

IBBOTSON R.G., RITTER J.R., *Initial public offerings*, in *Handbooks in operations research and management science*, 9, 1995.

IBISWorld, Statista.

JOVENITTI P., *Finanza Mobiliare*, Egea, Milano, 1994.

KANDEL S., SARIG O., WOHL A., *The Demand for Stocks: An Analysis of IPO auctions*, in *The Review of Financial Studies* Vol. 12, No. 2, 1999.

KINGSTON S., *The History of Porsches*, Rosen Publishing Group, London, 2018.

LEFFINGWELL R., *Porsche: A History of Excellence*, MotorBooks International, London, 2010.

LIN J.C., LEE Y.T., LIU Y.J., *IPO auctions and private information*, in *Journal of Banking & Finance*, 31.5, 2007.

LIN J.C., LEE Y.T., LIU Y.J., *Why have auctions been losing market shares to bookbuilding in IPO markets?*, in *SSRN 410183*, 2003.

LOW S.W., YONG O., *Explaining over-subscription in fixed-price IPOs—Evidence from the Malaysian stock market*, in *Emerging Markets Review*, 12.3, 2011.

- LUCAS D., MCDONALD R., *Equity issues and stock price Dynamics*, in *Journal of Finance*, 45, 1990.
- LYANDRES E.; FANGJIAN F.U., ERICA L.I., *Do underwriters compete in IPO pricing?*, in *anagement Science*, 64.2, 2018.
- MAKSIMOVIC V., PICHLER P., *Technological innovation and initial public offerings*, in *Review of Financial Studies*, 14, 2001.
- MASSARI M., *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 1998.
- MAYNARD T. H., *Spinning in a Hot IPO -- Breach of Fiduciary Duty or Business as Usual?*, in *William & Mary Law Review*, 2002.
- McKINSEY, Report *Unlocking the full life-cycle value from connected-car data*, 2021.
- MYERS S. C., MAJLUF N. S., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, 13, 1984.
- OIV, *Le valutazioni a fini di IPO*, 18 maggio 2017.
- PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L., *Why do companies go public? An empirical analysis*, in *The Journal of Finance*, 53, 1998.
- PALMUCCI F., *IPO underpricing: il prezzo della liquidità*, in *Banca Impresa Società*, 30.2, 2011.
- PERRINI F. , *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI. STAR, il nuovo segmento di Borsa, e il Nuovo Mercato*, Egea, Milano, 2000.
- PERRINI F., *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana. Evidenze empiriche delle PMI*, Egea, Milano, 1999.
- PWC DEALS USA, *Considering an IPO to fuel your company's future?* Novembre 2017.
- RAPPAPORT A., *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York, 1986.
- RAPPAPORT A., *La strategia del valore*, Franco Angeli, Milano, 1997.

RITTER J. R., WELCH I., *A review of IPO activity, pricing and allocations*, in *The Journal of Finance*, 57, 2002.

RITTER J.R., *Initial Public Offering*, in Logue D., Seward J., et al., *Handbook of Modern Finance*, Warren, Gorham & Lamont of RIA, North-Holland, 2004.

SCHULTZ P. H. ZAMAN M., *Do the individuals closest to Internet firms believe they are overvalued?*, in *Journal of Financial Economics*, 59, 2001.

SHERMAN A.E., *Global trends in IPO methods: Book building versus auctions with endogenous entry*, in *Journal of Financial Economics*, 78.3, 2005.

SHERMAN A.E., *IPOs and long-term relationships: an advantage of book building*, in *The Review of Financial Studies*, 13.3, 2000.

Statista Mobility Market Outlook 2022

TORSTILA S., *The distribution of fees within the IPO syndicate*, in *Financial Management*, 2001.

WESTENBERG D.A., *Initial Public Offerings. A Practical Guide to Going Public*, Practising Law Institute, London, 2018.

WILHELM J.R., WILLIAM J., *Bookbuilding, Auctions, and the Future of the IPO Process*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 17.1, 2005.

ZHANG P., *Uniform price auctions and fixed price offerings in IPOs: an experimental comparison*, in *Experimental Economics*, 12, 2009.

ZINGALES L., *Insider ownership and the decision to go public*, in *The Review of Economic Studies*, 62, 1995.

## SITOGRAFIA

ADORINI F., MATEI T., REINA F., *The Porsche IPO: A staggering success*, consultabile sul sito internet <https://www.bscapitalmarkets.com/the-porsche-ipo-a-staggering-success.html#:~:text=%E2%80%8BThe%20Porsche%20IPO%3A%20A,according%20to%20many%2C%20not%20sustainable.>

DELOITTE, *Private company IPOs: Is timing everything?*, consultabile sul sito internet <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/audit/us-audit-private-company-ipos-is-timing-everything.pdf>

EY, *Private company insights: Balancing the motivation for an IPO with the pros and cons*, 2015, consultabile sul sito internet [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private\\_company\\_insights-IPO\\_Pro Pros\\_and\\_Cons/\\$FILE/Private%20company%20insights%20-%20IPO%20-%20Pros%20and%20Cons.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_company_insights-IPO_Pro Pros_and_Cons/$FILE/Private%20company%20insights%20-%20IPO%20-%20Pros%20and%20Cons.pdf)

GIAVARDI F., *Porsche: i numeri non le mancano*, 2022, consultabile sul sito internet <https://www.alvolante.it/news/porsche-risultati-economici-2021-377397>

GRASSI M., *Bentley e Rolls-Royce vanno più forte che mai. Record di vendite nel 2022 per le Case di lusso, a dispetto della crisi*, 2023, consultabile sul sito internet <https://it.motor1.com/news/630320/bentley-rolls-royce-record-2022/>

<http://www.acea.be/automobile-industry/facts-about-the-industry>

KRONEMAN P., *Porsche Automobil Holding SE: Porsche AG IPO Will Unlock Incredible Value*, 2022, consultabile sul sito internet <https://seekingalpha.com/article/4538351-porsche-se-stock-ipo-unlock-incredible-value>

MARTIN V., *Post-IPO Porsche: Patience Is Advised*, 2022, consultabile sul sito internet <https://www.investing.com/analysis/postipo-porsche-patience-is-advised-200631738>

SHERMAN A.E., JAGANNATHAN R., *Why Do IPO Auctions Fail?*, 2006, consultabile sul sito internet <https://ssrn.com/abstract=874344>

*Volkswagen: cosa attendersi dopo la IPO di Porsche?*, 20 settembre 2022, consultabile sul sito internet <https://borsaefinanza.it/volkswagen-cosa-attendarsi-dopo-la-ipo-di-porsche/>

WARNER J., *Porsche IPO: Everything you need to know about the Porsche IPO*, 2022, consultabile sul sito internet <https://www.forex.com/en/market-analysis/latest-research/everything-you-need-to-know-about-the-porsche-ipo/>